4

CHAPITRE 4
LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LA GESTION DE L'ÉPARGNE

p. 103 1 Les prestataires de services d'investissement

p. 117 2 Les OPCVM généraux

p. 122 3 L'évolution du cadre applicable aux OPCVM généraux

p. 127 4 L'épargne salariale

p. 129 5 Le capital investissement

p. 132 6 Les sociétés civiles de placement immobilier

p. 134 7 Les autres véhicules

LES DÉCISIONS	1999	2000	2001	2002	**2003**
GESTION DE VALEURS MOBILIÈRES					
AGRÉMENTS DE SOCIÉTÉ DE GESTION DONT :	42	62	59	36	33
Sociétés de gestion de portefeuille	37	58	56	33	30
Sociétés de gestion d'OPCVM	5	4	3	3	**3**
OPCVM AGRÉÉS DONT :	1 073	1 267	1 354	1 204	1 033
SICAV	57	112	44	27	28
FCP à vocation générale	732	843	967	826	697
FCPR	55	54	35	37	34
FCPE	222	255	303	312	272
FCIMT	7	3	5	2	2
OPCVM À PROCÉDURE ALLÉGÉE DÉCLARÉS	257	261	213	189	177
NOMBRE D'AGRÉMENTS DE TRANSFORMATION D'OPCVM	2 422	2 104	1 797	2 586	3 792
NOMBRE D'AUTORISATIONS POUR LES OPCVM EUROPÉENS*	524	609	503**	461	402
AUTRES OUTILS DE GESTION					
NOMBRE DE VISAS DE FCC & COMPARTIMENTS	7	4	8	7	6
NOMBRE DE VISAS DE SCPI DONT :	8	14	12	10	45
Ouvertures au public	2	2	1	1	2
Augmentations de capital	-	4	-	0	0
Changements de prix, mises à jour de notes d'information	6	8	11	9	43
NOMBRE DE VISAS DE SOFICA DONT :	9	8	9	6	10
Constitutions	7	5	6	4	10
Augmentations de capital	2	3	3	2	0
NOMBRE DE VISAS DE SOFIPÊCHE DONT :	-	8	7	4	4
Constitutions	-	7	7	4	4
Augmentations de capital	-	1	-	0	0
AUTRES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT					
APPROBATION DE PROGRAMME D'ACTIVITÉ DONT :	39	48	43	28	26
Extension de programme d'activité	10	15	14	13	7
REFUS D'APPROBATION DE PROGRAMME D'ACTIVITÉ DONT :	2	1	1	1	1
Refus d'extension de programme d'activité	0	0	0	1	0
HABILITATION À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION	490	14	14	14	18
USAGE DU PASSEPORT EUROPÉEN DANS UN AUTRE ÉTAT DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN					
Libre établissement	8	13	12	8	5
Libre prestation de services	165	180	125	73	8
USAGE DU PASSEPORT EUROPÉEN EN FRANCE					
Libre établissement	10	15	13	12	5
Libre prestation de services	136	134	187	140	89

* ou compartiments

** chiffres modifiés

Source : AMF

1 LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

En instaurant une nouvelle répartition des compétences entre le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et l'Autorité des marchés financiers, la loi de sécurité financière du 1er août 2003 a simplifié la procédure d'agrément des prestataires de services d'investissement.

Pour fournir un service d'investissement[1], les prestataires devaient obtenir un agrément délivré par le CECEI après approbation de leur programme d'activité par le CMF pour chacun des services.

Dans le cas où ce service portait sur la gestion de portefeuille, l'approbation du programme d'activité était délivrée par la COB, après avis du CCGF (Comité consultatif de la gestion financière)[2].

Lorsque le prestataire exerçait à titre principal le service de gestion de portefeuille, son agrément n'était pas délivré par le CECEI mais par la COB, sous la dénomination de société de gestion, après avis du CCGF.

Désormais, l'Autorité des marchés financiers, reprenant les compétences de la COB, agrée les sociétés de gestion et approuve le programme d'activité des autres prestataires lorsqu'ils exercent le service de gestion.

Les autres services d'investissement, qui relevaient de la compétence du CMF, sont soumis à l'agrément du CECEI après avis de l'AMF.

A Les sociétés de gestion

Après le pic de 534 sociétés de gestion en activité, atteint au 31 décembre 2002, l'année 2003 se caractérise par une légère diminution du nombre d'entités composant cette population, avec 509 unités au 31 décembre 2003.

Deux mouvements contraires expliquent cette évolution.

D'une part, une forte augmentation du nombre des retraits et des caducités d'agréments due notamment à :

- des rationalisations d'organisation intervenues dans de nombreux groupes financiers et la cessation d'activité de plusieurs entités indépendantes, en raison d'un montant d'actifs gérés insuffisant, voire du non-usage de l'agrément après plus d'un an d'existence ;
- la séparation des activités de gestion d'épargne salariale de celles de tenue de compte-conservation qui doivent, depuis le 1er janvier 2004, être exercées par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit agréé par le CECEI ;
- la disparition programmée[3] des sociétés de gestion d'OPCVM, telle qu'elle résulte de l'application de l'article 68 II de la loi de sécurité financière, pour celles qui n'auraient pas déposé une demande d'agrément auprès du régulateur avant le 31 décembre 2003.

D'autre part, une stabilisation du nombre des créations. Il est à noter par ailleurs, une augmentation des extensions de programmes d'activité qui s'explique notamment par la montée en puissance des activités de gestion alternative directe ou indirecte ou de l'utilisation par les OPCVM de droit français de dérivés complexes, notamment les dérivés de crédit, autorisée par le décret n° 89-623 modifié par le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002.

1 Les agréments et approbations délivrés en 2003

En 2003, la COB, puis l'AMF, ont délivré un nouvel agrément à 30 sociétés de gestion de portefeuille et à 3 sociétés de gestion d'OPCVM, qui présentaient au total 52 programmes d'activité. Par ailleurs, le régulateur a approuvé 32 programmes d'activité présentés par 26 sociétés déjà agréées, 25 sociétés de gestion de portefeuille et une d'OPCVM.

Les programmes d'activité approuvés se répartissent de la façon suivante :

- 25 en valeurs mobilières – programme limité à la sélection d'OPCVM dans un cas, avec utilisation des instruments financiers à terme pour 18 sociétés, assortie toutefois d'une limite aux opérations de couverture (1) ou de couverture du risque de change (2) ;
- 1 visant à mettre en œuvre des stratégies utilisant les dérogations prévues par l'article 6 du décret n° 89-624 dans sa version antérieure au 22 novembre 2003, applicable aux OPCVM à procédure allégée préexistants ;
- 12 dans le domaine du capital investissement, dont 7 réservés aux investisseurs qualifiés et 1 limité à 1 FCPR existant ;
- 12 en épargne salariale ;
- 17 en dérivés de crédit ;
- 9 en multigestion alternative, concernant des sociétés de gestion nouvellement créées ;
- 8 en gestion alternative directe.

Par rapport à 2002, on constate une stabilité du nombre de dossiers dans le domaine du capital investissement (12 programmes d'activité approuvés contre 13) comme dans la gestion dite classique - valeurs mobilières avec ou sans intervention sur les marchés dérivés (25 programmes d'activité approuvés, contre 24).

L'agrément des sociétés et l'approbation de nouveaux programmes d'activité par la Commission des opérations de bourse ont été délivrés après avis du Comité consultatif de la gestion financière,

1 Article L. 321-1 du code monétaire et financier.

2 Voir *infra*, chapitre IV page 103.

3 Voir *infra*, chapitre IV page 112.

tel que prévu par l'article L. 621-28 du code monétaire et financier. L'abrogation de cet article par la loi de sécurité financière a entraîné la disparition du Comité. Souhaitant toutefois poursuivre dans un cadre spécifique l'examen des questions d'ordre général relatives à la gestion collective et individuelle, l'Autorité des marchés financiers a consacré à cet effet l'une des cinq commissions consultatives qu'elle a constituées en février 2004, comme l'article 3 de la loi de sécurité financière l'y autorise.
Cette commission est présidée par Philippe Adhémar, ancien président du Comité consultatif de la gestion financière, Monique Bourven ancien membre de ce même comité, en assumant la vice-présidence.

2 Les programmes d'activité et l'adéquation des moyens des sociétés de gestion

Les sociétés de gestion doivent disposer d'un programme d'activité qui constitue l'un des critères de l'agrément par l'AMF[4]. Ce programme doit être adapté au périmètre d'activité envisagé[5] et mis à jour régulièrement.

Le programme d'activité a ainsi deux objets pour l'Autorité de régulation :

- il lui permet de contrôler *a priori* le respect des critères d'agrément des prestataires sur une base déclarative, complémentaire des contrôles sur place qu'elle exerce par ailleurs. Dans ce cadre, le programme d'activité permet d'identifier sur une série de points clés la cohérence entre les activités de la société, son organisation et ses moyens afin d'évaluer sa capacité à maîtriser les risques (risque opérationnel, risque de marché, risque réglementaire…) et de ne vérifier qu'*a posteriori* la mise en œuvre effective de ce programme. Cette approche l'amène naturellement à adapter ses diligences au type de gestion envisagée ;
- le programme d'activité constitue un outil d'échange et d'information entre les prestataires et l'AMF, et permet d'éviter notamment que des questions relatives à l'organisation et aux moyens des prestataires ne soient soulevées à l'occasion des procédures d'agrément d'OPCVM, celles-ci devant rester fluides, rapides et concentrées sur les questions relatives à la bonne information de l'investisseur.

3 Le programme d'activité « multigestion alternative » des sociétés de gestion

Au 1er janvier 2004, l'AMF avait validé 12 programmes d'activité relatifs à l'utilisation de fonds alternatifs non reconnus en France, pour les acteurs exerçant nouvellement cette activité.

Pour les autres acteurs, plus anciens, l'AMF a procédé à l'instruction des dossiers d'une cinquantaine de sociétés de gestion, sur la base de la trame de programme d'activité publiée dans le Bulletin mensuel n° 378 d'avril 2003 de la COB.

Les deux points critiques des programmes d'activité concernés sont les suivants :

- la capacité de sélectionner des fonds d'investissement non reconnus en France, alors même que ceux-ci peuvent être constitués dans tous types de pays, y compris hors OCDE, et ne faire l'objet d'aucune supervision publique ou seulement très allégée. Cette capacité doit s'appuyer sur un accès à l'information (bases de données, structures de conseil…), des procédures de sélection et d'évaluation des fonds et de leurs opérateurs (société de gestion, *prime broker*, valorisateur…) et de suivi continu des fonds détenus en portefeuille ;
- la capacité de maîtriser les risques particuliers de ce type de gestion, notamment au regard de l'assemblage des stratégies, des risques de pertes extrêmes, de liquidité et de valorisation. Cette maîtrise des risques est en outre nécessaire pour une bonne information et un conseil approprié apporté à l'investisseur.

Dans ce cadre, l'AMF a notamment identifié plusieurs points sensibles tels que :

- l'autonomie de gestion, en particulier dans le cas où la société de gestion française reçoit des grilles d'allocation de stratégies alternatives et des pré-sélections de fonds provenant soit d'une autre entité du même groupe soit d'une société de conseil indépendante. Le programme d'activité doit ainsi démontrer une autonomie de décision, une pérennité de l'organisation et une maîtrise des risques suffisantes au niveau de la société de gestion française afin que celle-ci puisse assurer ses responsabilités vis-à-vis de l'investisseur. En tout état de cause, la société de gestion ne doit pas se comporter comme une structure de commercialisation de fonds *off shore* ;
- la mise en place effective et la formalisation des procédures de sélection, d'investissement et de suivi des fonds cibles ;
- les conditions de commercialisation et la qualité suffisante des documents d'information destinés à l'investisseur. Si ce type d'offre se banalise aujourd'hui en Europe, notamment en gestion privée, il constitue un outil de diversification des portefeuilles qui doit être utilisé avec discernement. Par ailleurs, la communication sur les performances passées, voire sur des performances *pro forma*, et sur les niveaux de risque de ces produits conduit l'AMF à adresser à leurs promoteurs de fréquentes observations.

4 L'utilisation d'instruments de dérivés de crédit

Depuis décembre 2002, les sociétés utilisant des dérivés de crédit doivent faire approuver au préalable par l'Autorité des marchés financiers un programme d'activité spécifique conformément au 1° de l'article 4-6 du décret n°89-623[6].

Le contenu de ce programme d'activité a été défini par la Commission des opérations de bourse début 2003 et précisé par un article paru au Bulletin mensuel de

4 Article L. 532-9 du code monétaire et financier : « *Pour délivrer l'agrément à une société de gestion de portefeuille, l'autorité vérifie si celle-ci : […] dispose d'un programme d'activité pour chacun des services qu'elle entend fournir.* »

5 Article 10 du règlement COB n° 96-02 : « *La société de gestion doit disposer de moyens, d'une organisation et de procédures de contrôle et de suivi en adéquation avec les activités exercées* ».

6 Article 4-6 : « *Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit définis par les conventions mentionnées à l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, dans les conditions fixées aux articles 4-4 et 4-5 et à chacune des conditions suivantes : 1° La société de gestion assurant directement ou par délégation la gestion de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui conclurait au moins un tel contrat doit au préalable faire approuver par l'Autorité des marchés financiers un programme d'activité spécifique…* »

la COB d'octobre 2003. Ce contenu est conforme aux orientations retenues par le groupe de travail réuni en 2002, afin de définir les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion pouvaient utiliser les dérivés de crédit. Ces orientations ont été reprises par le Comité consultatif de la gestion financière à l'occasion de l'étude des 18 premiers dossiers déposés[7].

Le niveau de précision attendu dans ces programmes d'activité est élevé par rapport aux demandes habituelles de l'Autorité en raison :

- d'une part, des risques particuliers liés aux instruments dérivés de crédit (asymétrie d'information entre le vendeur de protection et l'acquéreur lorsque ce dernier est une entité bancaire, risque juridique lié aux contrats de gré à gré portant sur les dérivés de crédit, difficultés de valorisation et de suivi de risques non linéaires) ;
- d'autre part, du fait que la nature des dérivés de crédit et les stratégies mises en œuvre ne sont pas restreintes *a priori* (pas de restriction aux seuls *credit default swaps* ou aux stratégies de couverture, par exemple, ce qui ne permet pas de définir de façon générale un niveau minimum d'information exigé) ;
- et enfin, du caractère novateur du sujet pour la gestion collective française.

L'objectif du programme d'activité est ainsi de permettre à la société de gestion de mettre en évidence l'adéquation de son organisation et de ses moyens à l'utilisation de ces produits dans l'intérêt des porteurs et dans le respect de la réglementation. Cette approche n'a donc pas pour objet de valider tel ou tel modèle de valorisation ou de suivi des risques, mais bien d'évaluer si et comment la société de gestion identifie et maîtrise les risques y compris opérationnels liés aux dérivés de crédit.

Dans ce cadre, deux points sont particulièrement mis en valeur.

4/a
La valorisation de tout instrument financier doit être précise et indépendante[8]

Cette exigence est particulièrement sensible s'agissant de produits de gré à gré potentiellement peu liquides comme les dérivés de crédit. Les informations à fournir ont été détaillées dans le Bulletin d'octobre 2003, la COB ayant déjà rappelé et formalisé dans le Bulletin de juillet-août 2003 quelles étaient les informations à fournir sur le dispositif mis en place par les sociétés de gestion valorisant des instruments financiers complexes.

L'analyse des éléments fournis par les sociétés de gestion a pour objet de vérifier que les moyens humains et techniques ainsi que l'organisation mise en place sont tels que la société de gestion ne prendra pas la décision d'acquérir un instrument financier qu'elle ne sait pas valoriser.

Il s'agit donc de vérifier, par exemple :

- que les modèles de valorisation font l'objet d'une revue, tant en ce qui concerne le choix du modèle retenu que sa mise en œuvre technique, par une entité indépendante de la personne directement en charge des décisions de gestion ;
- que la société de gestion connaît les plages de validité de ces modèles ;
- qu'elle a défini quelles données de marché seraient utilisées pour alimenter ces modèles et comment elles seraient, le cas échéant, extraites d'autres informations de marché et/ou qualifiées ;
- que la procédure de valorisation est sécurisée, c'est-à-dire qu'elle ne peut être modifiée sans contrôle (cours forcés) et qu'elle tient compte des situations exceptionnelles (valorisation d'un dérivé de crédit sur un émetteur ayant fait défaut).

Les éléments suivants ont amené la COB à considérer que les sociétés de gestion concernées n'avaient pas suffisamment pris en compte les risques liés aux dérivés de crédit et à leur demander d'affiner les moyens et procédures de valorisation :

- des sociétés de gestion considéraient que la mise à disposition par un nombre croissant de contreparties de leurs cotations sur les CDS (*credit default swaps*) rendait inutile toute analyse ou qualification des données fournies et permettait d'alimenter "automatiquement" l'outil de valorisation. En effet, la qualité des informations ainsi fournies est hétérogène et variable dans le temps (cas des émetteurs faisant défaut, par exemple) et il est nécessaire que les données ainsi obtenues soient au minimum qualifiées par la société de gestion (suppression des données incohérentes, justification du choix entre la valeur moyenne des données retenues ou la médiane) ;
- des sociétés de gestion considéraient que la fourniture par un prestataire externe d'un outil de valorisation largement utilisé par la place rendait inutile toute analyse de la pertinence du modèle utilisé, l'identification des limites éventuelles de cet outil, ou la vérification de son paramétrage.

4/b
Disposer des compétences d'analyse crédit

Le groupe de travail déjà cité avait posé le principe de la présence, au sein des sociétés de gestion utilisant les dérivés de crédit, de capacités d'analyse crédit indépendantes, répondant ainsi au souci de limiter le risque d'asymétrie d'information entre l'OPCVM et sa contrepartie (le plus souvent bancaire) lorsque ce dernier est vendeur de protection.

Cette exigence a été reprise à l'occasion de l'étude des dossiers individuels déposés par les sociétés, et formalisée dans le programme d'activité type qui rappelle que les sociétés de gestion doivent disposer des compétences d'analyse crédit adaptées à la nature des stratégies envisagées sans pour autant déterminer la présence d'un nombre minimal d'analystes crédit.

5
L'utilisation d'instruments financiers à terme complexes

Devant la multiplication des fonds à formule, le régulateur a demandé la mise à jour des programmes d'activité des sociétés de gestion ayant créé au moins un OPCVM à formule depuis le 1er janvier 2002.
La COB a reçu 26 programmes d'activité. Ces derniers sont intégrés au programme d'activité global de la

7
Dont 2 ont fait l'objet d'un rejet.

8
Art. 10 du 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.* »

société de gestion. Ils permettent l'agrément de nouveaux fonds entrant dans le périmètre d'intervention décrit, le plus souvent sans demande complémentaire portant sur les moyens de la société de gestion.

À cet égard, il est demandé des précisions quant à la valorisation des sous-jacents, comme pour les dérivés de crédit et l'utilisation de dérivés intégrés (« *embedded derivatives* »), et notamment :

- de pouvoir établir une valorisation indépendante de la contrepartie de l'instrument dérivé, au sein de la société de gestion d'une part ;
- de disposer d'une procédure permanente, par des personnes indépendantes des gestionnaires, permettant de valider et de contrôler les modèles internes utilisés d'autre part. Le contrôle doit non seulement porter sur les modalités d'utilisation du modèle mais aussi sur ses caractéristiques techniques : les contrôleurs doivent être associés en amont à sa validation.

6 Les caducités ou retraits d'agrément

La COB, puis l'AMF, ont procédé au retrait d'agrément - ou constaté la caducité - de 35 sociétés de gestion de portefeuille et de 23 sociétés de gestion d'OPCVM.

Ces disparitions sont intervenues à la demande des sociétés et sont la conséquence :

- de la simplification des structures de gestion des grands groupes (28) ;
- d'un montant d'actifs gérés insuffisant (22) ;
- de la transformation de sociétés de gestion d'épargne salariale en établissements teneurs de comptes-conservateurs (4) ;
- de la transformation de sociétés de gestion d'OPCVM en sociétés de gestion de portefeuille (3).

Par ailleurs, le 6 mai 2003, la COB a décidé de retirer l'agrément n° GP 01-027, délivré le 20 juillet 2001, à la société Ethys en qualité de société de gestion de portefeuille pour les motifs suivants : non respect des engagements pris dans son programme d'activité en termes de moyens humains et matériels et fonds propres inférieurs aux seuils réglementaires.

La Commission a en effet observé que la société Ethys ne justifiait pas d'un niveau de fonds propres égal au quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent, conformément à l'article 6 du règlement COB n° 96-02.

Contrairement aux engagements pris par la société Ethys dans son programme d'activité en application de l'article 9 du règlement COB n° 96-02, la Commission a également constaté d'une part, que la société n'avait pas salarié les membres de son directoire (notamment un dirigeant contrôleur interne et déontologue qui était demeuré salarié d'un autre établissement), d'autre part, qu'elle ne s'était pas dotée des moyens matériels nécessaires à l'exercice de son activité de gestion.

La décision de la COB portée à la connaissance de la société Ethys le 20 mai 2003, a pris effet le 10 juin 2003.

La société Ethys a déposé le 2 juin 2003, devant le Conseil d'État, une requête en référé-suspension de l'exécution de la décision de retrait prise à son encontre et une requête en annulation de cette même décision. Le 26 juin 2003, le juge des référés a rejeté la requête en référé-suspension de la société Ethys.

Le 1er juillet 2003, la COB a informé le public par voie de communiqué de presse de sa décision de retirer l'agrément de la société Ethys, en application de l'article 18 du règlement COB n° 96-02.

Face au refus de la société d'informer ses mandants et les teneurs de comptes de la décision prise à son encontre comme l'y oblige l'article 18 du règlement COB n° 96-02, la Commission a procédé elle-même, et par l'intermédiaire des teneurs de comptes, à l'information des mandants.

Par ailleurs, la Commission a demandé au dépositaire des OPCVM gérés par la société Ethys, de désigner un autre gestionnaire desdits OPCVM, conformément à l'article 18 du règlement COB n° 96-02.

La décision de retrait d'agrément par la COB fait l'objet d'un recours par Ethys devant le Conseil d'État.

7 Les refus d'agrément prononcés en 2003

Comme l'y autorisent les articles L. 532-4 et L. 532-9-7 du code monétaire et financier, le régulateur a refusé d'agréer trois sociétés en qualité de société de gestion de portefeuille aux motifs suivants :

- dans le premier cas, la gestion pour compte propre, effectuée au sein d'une société exerçant l'activité de gestion pour compte de tiers, aurait été placée sous la responsabilité des dirigeants de cette dernière, ce qui contrevient aux dispositions de l'article 14 du règlement COB n° 96-03 ;
- le deuxième dossier, présenté par une société de gestion de portefeuille agréée souhaitant étendre son activité à l'exercice de la gestion d'OPCVM et, plus particulièrement, d'une SICAV de droit étranger, ne laissait apparaître aucune compétence en matière de contrôle interne de la gestion d'OPCVM, non plus qu'en termes de sélection et de suivi des titres, de leur valorisation et de leur risque de liquidité ;
- pour la troisième société sollicitant un agrément, le passé professionnel d'un des actionnaires ne lui permettait pas de garantir une gestion saine et prudente, tel qu'en dispose l'article L. 532-9-3 du code monétaire et financier. Elle n'a, en outre, pu démontrer avoir mis en œuvre une procédure formalisée de mise en concurrence entre plusieurs intermédiaires, contrevenant ainsi aux dispositions de l'article 16 *bis* du règlement COB n° 96-03.

La Commission des opérations de bourse a également refusé d'approuver le programme d'activité sur dérivés de crédit présenté par deux sociétés de gestion de portefeuille agréées, les dossiers présentés n'ayant pas permis de déterminer l'existence effective des moyens mis en œuvre et l'expertise nécessaires à l'exercice de cette activité, en termes d'analyse crédit et d'outil d'évaluation, tel qu'en dispose le décret n° 89-624 modifié en son article 4-6.

B
Les autres prestataires de services d'investissement

En 2003, le régulateur a été conduit à prendre un certain nombre de décisions individuelles intéressant des prestataires de services d'investissement.

Pour le Conseil des marchés financiers, ces décisions individuelles consistaient :

- soit en une approbation de programme d'activité ou d'extension de programme d'activité ;
- soit en une habilitation à la tenue de compte-conservation d'instruments financiers.

Par ailleurs, le CMF a examiné un certain nombre de dossiers relatifs à l'usage du passeport européen par des prestataires de services d'investissement de droit français intervenant dans un autre État de l'Espace économique européen et réciproquement par des prestataires européens désirant exercer leurs activités de services d'investissement en France.

Pour la Commission des opérations de bourse, ces décisions individuelles consistaient en une approbation d'extension de programme d'activité de gestion de portefeuille présentée par des prestataires de services d'investissement autres que des sociétés de gestion.

1
Les approbations de programmes d'activité

En 2003, 23 demandes d'agrément ou d'extension d'agrément, transmises par le CECEI, ont été soumises au CMF pour approbation du programme d'activité ou approbation de l'extension du programme d'activité. 2 dossiers d'approbation d'extension de programme d'activité de gestion de portefeuille ont par ailleurs été transmis à la COB.

5 dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit et 19 celui d'entreprise d'investissement.

S'agissant des établissements de crédit, les dossiers présentés relevaient chacun d'une motivation spécifique :

- procéder à une restructuration d'entités préexistantes ;
- se conformer à la réglementation relative à la tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ;
- créer une entité nouvelle dédiée à un segment de clientèle particulier ;
- élargir le périmètre de l'agrément au service de gestion de portefeuille ;
- élargir le périmètre d'un agrément dans la perspective d'une opération de fusion-absorption.

Concernant les entreprises d'investissement, la plupart des dossiers étudiés ont concerné le domaine de l'épargne salariale avec la création de 9 structures dédiées, lesquelles ont sollicité, concomitamment à l'agrément, une habilitation à l'exercice d'une activité de tenue de compte-conservation.

Comme l'année précédente, l'exercice 2003 a confirmé, de la part des entreprises d'investissement, une volonté d'extension du périmètre de leur agrément existant. C'est ainsi que 5 dossiers ont porté sur l'extension d'un programme d'activité à de nouveaux services d'investissement autres que ceux pour lesquels l'agrément avait été initialement délivré et/ou au service assimilé de compensation.

L'examen des dossiers d'agrément d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement, au titre desquels l'autorité de régulation s'est prononcée sur le programme d'activité, permet d'identifier 6 cas :

1/a
L'approbation de programmes d'activité dans le cadre d'une restructuration

Le CMF a eu à examiner 2 programmes d'activité caractérisés par une opération de fusion de plusieurs entités pour donner naissance à un établissement nouveau. L'un s'est inscrit dans le cadre d'une stratégie reposant sur un regroupement progressif et concerté d'établissements bancaires afin de favoriser la constitution de banques régionales de plein exercice. L'autre a concerné la réorganisation de l'activité de traitement de titres au sein d'un groupe bancaire et financier.

1/b
L'approbation de programmes d'activité en relation avec la nouvelle réglementation encadrant l'activité d'épargne salariale

La demande d'agrément de 9 entités correspond à la séparation de l'activité de tenue de compte-conservation de parts d'avec la gestion d'actifs, conformément aux dispositions réglementaires issues de la décision CMF n° 2002-03 relative à la tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

Les différents métiers de l'épargne salariale étaient exercés historiquement au sein des sociétés de gestion. La nouvelle réglementation a conduit à obtenir de la part des sociétés de gestion offrant, en parallèle de leur activité de gestion d'actifs, un service de tenue de compte-conservation de parts, qu'elles concentrent leur activité sur la seule gestion financière et qu'elles confient la fonction de teneur de compte-conservateur à des intermédiaires dûment habilités.

Cette nouvelle répartition des rôles entre teneurs de compte-conservateur de parts et sociétés de gestion devait être effective au plus tard le 31 décembre 2003.

Les 9 dossiers présentés peuvent être classés selon trois catégories.

Changement de statut opéré par une société de gestion

5 entités, qui étaient dotées d'un agrément de société de gestion de portefeuille, ont opté pour un changement de statut aux fins de devenir une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit (pour l'une de ces entités) habilité à exercer une activité de tenue de compte-conservation de parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), la gestion des fonds d'épargne salariale étant confiée à une autre entité dédiée.

Création d'une entité nouvelle

Le CMF a examiné 3 programmes d'activité présentés par des sociétés qui ont été créées à cette occasion.

L'une d'elles, société préexistante dépourvue d'activité, membre d'un groupe bancaire et financier, a recueilli les activités de tenue de registre, de tenue des comptes individuels des salariés et de conservation des parts ou actions d'OPCVM d'épargne salariale qui étaient exercées auparavant par une société de gestion dudit groupe.

La deuxième entité est issue d'un partenariat entre deux groupes de prévoyance qui ont souhaité, au travers d'une structure dédiée, développer en direct, au profit de leurs entreprises clientes, une prestation d'épargne salariale.

La troisième entité a été créée à l'initiative d'un groupe de prévoyance du bâtiment et des travaux publics de proposer une prestation d'épargne salariale aux entreprises et salariés de la profession.

Régularisation de situation

Une société qui, sur la base d'une dérogation délivrée par le CMF en juillet 2001, exerçait, depuis octobre 2001 une activité de tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale s'est conformée aux dispositions découlant de la décision CMF n° 2002-03 en obtenant un statut d'entreprise d'investissement teneur de compte-conservateur d'instruments financiers.

1/c
L'approbation de programmes d'activité d'entités nouvelles

À l'initiative de personnes physiques

Deux anciens gérants de portefeuille, qui exerçaient auparavant une activité réglementée de gestion pour compte de tiers, assortie d'une activité accessoire de réception-transmission d'ordres ont choisi de créer leur propre structure afin d'exercer une prestation d'intermédiation financière pour le compte de tiers et une activité de conseil.

Dans le cadre d'une orientation stratégique

Une banque française et son actionnaire, un groupe de droit néerlandais, ont renforcé leurs activités en France sur le segment de clientèle des moyennes entreprises. Pour ce faire, un établissement de crédit prestataire de services d'investissement/teneur de compte-conservateur d'instruments financiers a été créé.

La création d'une entreprise d'investissement, exerçant une activité principale de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et, à titre accessoire, une activité de gestion de portefeuille, s'est inscrite dans le cadre de l'acquisition par une banque d'un fonds de commerce.

Enfin, une banque a filialisé, par voie d'apport partiel d'actifs, ses activités de prise ferme et de placement au sein d'une nouvelle structure dédiée dotée du statut d'entreprise d'investissement.

9 L'article 2-2-1 dernier alinéa du règlement général du CMF est ainsi rédigé : « *Le Conseil délivre son approbation au regard de la compétence et de l'honorabilité des dirigeants et de l'adéquation de leur expérience à leurs fonctions, ainsi que des moyens que le prestataire s'engage à mettre en oeuvre pour fournir les services d'investissement concernés* ».

1/d
L'approbation de programmes d'activité d'entités opérant d'ores et déjà dans le secteur financier

Activité préexistante en tant que récepteur-transmetteur d'ordres mandataire exclusif d'un prestataire de services d'investissement

Le 1° de l'article 2-1-3 du règlement général du CMF permet à une personne physique ou une personne morale d'exercer, sans agrément, une activité de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers à condition d'être liée, par une convention de mandat exclusif, à un prestataire de services d'investissement de sorte que ce prestataire dûment habilité est responsable juridiquement de l'activité de réception-transmission d'ordres exercée par son mandataire.

Une société commerciale, agissant en tant que récepteur-transmetteur d'ordres mandataire exclusif d'une entreprise d'investissement souhaitait opérer avec plusieurs prestataires de services d'investissement et a sollicité le statut d'entreprise d'investissement pour exercer la réception-transmission d'ordres.

Activité préexistante de compensation d'instruments financiers

Une entité, exerçant l'activité de compensation, assimilée à une entreprise d'investissement au sens des dispositions de l'article L. 442-2 du code monétaire et financier a adopté le statut d'entreprise d'investissement afin d'exercer également une activité d'intermédiation pour compte de tiers.

1/e
L'extension de programmes d'activité

5 dossiers présentés au CMF et 2 présentés à la COB ont concerné l'aménagement d'un agrément dans le sens d'une extension du programme d'activité.

Les extensions de programmes d'activité ont concerné 5 entités dotées du statut d'entreprise d'investissement et 2 établissements de crédit.

S'agissant des entreprises d'investissement, quelques particularités ont été relevées :

- deux entités ont sollicité une extension de leur programme d'activité au service d'investissement de négociation pour compte propre. Il s'agissait, pour l'une d'elles, de pouvoir être contrepartie temporaire dans le cadre de son activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et pour l'autre, de lui permettre, dans le prolongement de son activité d'intermédiation pour le compte de tiers portant sur des instruments financiers précisément identifiés, de facturer ses services en écarts de cours et non plus sous forme de courtages.
- une entreprise d'investissement, jusqu'à présent agréée pour le seul service d'investissement de réception-transmission d'ordres et le service assimilé de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, a sollicité une extension de son programme d'activité à trois autres services d'investissement et au service assimilé de compensation, dans le souci de pouvoir maîtriser complètement la chaîne de traitement des ordres de ses clients.

1/f
Le refus d'approbation de programme d'activité

Au regard des critères[9] qui fondaient la décision d'approbation par le CMF d'un programme d'activité, le Conseil a été amené à refuser d'approuver le programme d'activité présenté par une société candidate au statut d'entreprise d'investissement.

Le tableau qui suit présente les approbations de programme d'activité ou les extensions de programme d'activité délivrés par le CMF ou la COB en 2003.

Les services d'investissement sont énumérés à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier :

1) - La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
2) - L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
3) - La négociation pour compte propre ;
4) - La gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
5) - La prise ferme ;
6) - Le placement.

Les instruments financiers sont énumérés à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier :

1 - Les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;
2 - Les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;

APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉS DANS LE CADRE D'UNE RESTRUCTURATION			
DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT SOLLICITÉ	SERVICES D'INVESTISSEMENT	INSTRUMENTS FINANCIERS
Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre France	■	1) - 2) - 3) - 5) - 6)	1 - 2 - 3 - 4
Crédit Agricole Titres	■	1)	1 - 2 – 3
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ EN RELATION AVEC LA RÉGLEMENTATION ENCADRANT L'ÉPARGNE SALARIALE			
AXA Épargne Entreprise	■	1)	1 - 3
CIC Épargne Salariale	■	1)	1 - 2 - 3
Crédit Mutuel Participation	■	1)	1 - 2 - 3
Fédéris Épargne Salariale	■	1)	1 - 2 - 3
Fongépar	■	1)	1 - 2 - 3
Natexis Interépargne	■	1) - 6)	1 - 2 - 3
OJH - Novacy	■	1)	1 - 2 - 3
Prado Épargne	■	1)	1 - 3
Regard BTP	■	1)	1 - 2 - 3
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ D'ENTITÉS NOUVELLES			
MPE Finances	■	1) - 2)	1 - 2 - 3 - 4
Banque NSM Entreprises	■	1)	1 - 2 - 3
Marveyre Gestion privée Entreprise d'investissement	■	1)	1 - 2 - 3 - 4
Vizille Capital Finance	■	5) - 6)	1 - 2 - 3 - 4
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ D'ENTITÉS OPÉRANT D'ORES ET DÉJÀ DANS LE SECTEUR FINANCIER			
H et Associés S.A.	■	1)	1 - 3
Parel	■	1) - 2)	1 - 2 - 3 - 4
EXTENSION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ			
DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT SOLLICITÉ	SCE D'INVESTISSEMENT SCE ASSIMILÉ DE COMPENSATION	INSTRUMENTS FINANCIERS
C@pitol	●	2) - 3) - 6) Compensation	N/A
CA-IS Corporate Trust	●	2)	N/A
Crédit Coopératif	●	2) - 3)	N/A
Dexia Securities	●	3)	N/A
HPC	●	3)	N/A
Marveyre Gestion privée	●	4)	N/A
Banque cantonale de Genève (France)	◆	4)	N/A

■ Établissement de crédit
■ Entreprise d'investissement

● Extension d'agrément d'entreprise d'investissement
● Extension d'agrément d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement
◆ Extension d'agrément d''établissement de crédit

Source : AMF

3 - Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;
4 - Les instruments financiers à terme.

Sur 14 entreprises d'investissement qui ont fait l'objet d'une approbation de leur programme d'activité (et non pas d'une approbation d'extension de programme d'activité) par le CMF :

Pour les services d'investissement :

- 11 entités ont limité leur demande à la seule activité de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers. 8 d'entre elles opèrent dans le domaine de l'épargne salariale ; cette activité de réception-transmission d'ordres est accessoire à leur activité principale de tenue de compte-conservation d'instruments financiers dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.
- 1 seule entreprise d'investissement a vu son programme d'activité approuvé pour les services de placement et de prise ferme tandis que 2 autres ont privilégié une activité d'intermédiation pour le compte de tiers se traduisant par un programme d'activité couvrant les services d'investissement de réception-transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers.

Pour les instruments financiers :

- 4 entités ont envisagé l'ensemble des instruments financiers.
- La totalité des entreprises d'investissement a souhaité intégrer les parts ou actions d'OPCVM dans leur programme d'activité : 8 entités opèrent dans le domaine de l'épargne salariale et, de fait, utilisent cette catégorie d'instruments financiers dans le cadre de leur activité ; 4 autres entités ont privilégié l'éventail le plus large en termes d'instruments financiers ; les 2 dernières entités ont fait part de leur volonté de commercialiser éventuellement des parts ou actions d'organismes de placements collectifs dans le descriptif de leur programme d'activité.

Sur 4 établissements de crédit dont le programme d'activité (et non l'extension d'un programme d'activité) a été approuvé par le CMF :

Pour les services d'investissement :

- 1 seul établissement a envisagé l'ensemble des services d'investissement.
- 2 établissements ont limité leur demande à la seule activité de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers.
- 1 autre établissement a fait le choix d'exercer simultanément les services d'investissement de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et de placement.

Pour les instruments financiers :

- 2 établissements ont envisagé l'ensemble des instruments financiers.
- Les 2 autres établissements ont exclu les instruments financiers à terme de leur programme d'activité.

2 Les habilitations à l'exercice d'une activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers

En 2003, le CMF a délivré 18 habilitations en qualité de teneur de compte-conservateur d'instruments financiers, dont 7 à des établissements de crédit, 9 à des entreprises d'investissement et 2 autres à des entités non dotées d'un statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement mais ayant bénéficié d'une dérogation accordée en application du 2e alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

2/a Le détail des habilitations à la tenue de compte-conservation délivrées par le CMF

Sur les 18 habilitations délivrées :

- 13 l'ont été de façon concomitante à l'obtention d'un agrément de prestataire de services d'investissement et 9 de ces 13 habilitations ont été délivrées en relation avec la réforme de l'épargne salariale ;
- 1 habilitation a été sollicitée par un établissement de crédit non doté du statut de prestataire de services d'investissement ;
- 2 habilitations ont été sollicitées par des établissements de crédit prestataires de services d'investissement ;
- 2 habilitations ont été sollicitées en application de la dérogation visée au 2ème alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

2/b Les modifications induites par la loi de sécurité financière

La loi de sécurité financière a consacré le statut de teneur de compte-conservateur. L'article L. 542-1 du code monétaire et financier énumère désormais au titre des intermédiaires pouvant exercer les activités de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, « *les personnes morales établies en France ayant pour objet principal ou unique l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers* ».

La loi a également réformé le régime applicable à l'habilitation requise pour l'exercice de l'activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers en procédant à un alignement sur les dispositions régissant les prestataires de services d'investissement.

Désormais, le montant du capital minimum pour les teneurs de compte-conservateurs d'instruments financiers relève du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie après avis du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières.

La réglementation et le contrôle des autres conditions d'exercice de l'activité et en particulier des règles de bonne conduite sont de la compétence de l'Autorité des marchés financiers.

La publication de la liste des établissements habilités à exercer la fonction de teneur de compte-conservateur d'instruments financiers est, depuis le 2 février 2004, assurée par le CECEI sur son site internet : http://www.cecei.org.

DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT	REMARQUES
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION CONCOMITANTES À L'OBTENTION D'UN AGRÉMENT DE PRESTATAIRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT		
AXA Épargne Entreprise	Entreprise d'investissement	■
Banque Banorabe	Établissement de crédit	
Banque NSM Entreprises	Établissement de crédit	
Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre France	Établissement de crédit	
CIC Épargne Salariale	Entreprise d'investissement	■
Crédit Agricole Titres	Entreprise d'investissement	
Crédit Mutuel Participation	Entreprise d'investissement	■
Fédéris Épargne Salariale	Entreprise d'investissement	■
Fongépar	Entreprise d'investissement	■
Natexis Interépargne	Établissement de crédit	■
OJH - Novacy	Entreprise d'investissement	■
Prado Épargne	Entreprise d'investissement	■
Regard BTP	Entreprise d'investissement	■
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION SOLLICITÉES PAR DES ENTITÉS DÉJÀ AGRÉÉES		
Banque Cantonale de Genève (France) S.A.	Établissement de crédit	●
Banque Fédérale Mutualiste - BFM	Établissement de crédit	●
BLC Bank (France) S.A.	Établissement de crédit	●
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION DÉROGATOIRES		
BNP Paribas Épargne Entreprise	Teneur de compte-conservateur « pur »	■
Crédit Agricole Épargne Longue des Salariés (CA-ELS)	Teneur de compte-conservateur « pur »	■

■ Tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

● Établissement non prestataire de services d'investissement.

● Établissement prestataire de services d'investissement.

■ Habilitation en application du 2e alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

3 Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2003, 88 établissements exercaient les fonctions de dépositaire d'OPCVM.

Les grands établissements financiers occupent une place prépondérante dans le classement des dépositaires. Les 22 premiers dépositaires concentrent 90 % des actifs et 76 % des OPCVM déposés. Cette concentration s'explique par :

- des marges réduites qui conditionnent de plus en plus la viabilité de l'activité à des volumes conséquents, d'où la course à la taille critique observée ces dernières années ;
- une responsabilité importante engagée par la fonction de dépositaire avec des obligations contraignantes. La maîtrise du risque opérationnel nécessite des moyens croissants qu'il est nécessaire d'amortir sur des encours importants.

La loi de sécurité financière prévoit que le règlement général de l'AMF détermine les conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'organismes de placements collectifs.

La mise en place du règlement général de l'AMF sera donc l'occasion de préciser les exigences de l'autorité de régulation à l'égard des dépositaires, de mettre à jour le contenu de l'instruction de la COB de 1993 relative à leurs missions et à leurs moyens, et *in fine* de renforcer le cadre juridique d'exercice de cette activité et sa contribution à la sécurité de l'investisseur.

Afin de préparer ce travail et de mieux apprécier le fonctionnement actuel des prestataires, la COB a collecté et analysé l'ensemble des cahiers des charges des dépositaires en activité au cours de l'année 2003.

RÉPARTITION DES DÉPOSITAIRES PAR QUARTILE	PREMIER QUARTILE	DEUXIÈME QUARTILE	TROISIÈME QUARTILE	DERNIER QUARTILE	TOTAL
RÉPARTITION DES DÉPOSITAIRES EN FONCTION DE LEURS ACTIFS PAR QUARTILE AU 31 DÉCEMBRE 2003					
Actif net déposé (en milliards d'euros)	815,9	79,6	12,3	1,6	909,4
Répartition de l'actif net déposé	89,8 %	8,8 %	1,3 %	0,1 %	100 %
Nombre d'OPCVM déposés	5 963	1 390	411	142	7 906
Répartition d'OPCVM déposés	75,4 %	17,6 %	5,2 %	1,8 %	100 %

Source : AMF

4 Le passeport européen

4/a L'usage du passeport européen dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen

Les notifications de libre établissement

En 2003, 5 notifications de libre établissement, émanant de 3 établissements de crédit prestataires de services d'investissement et de 2 entreprises d'investissement, ont été examinées favorablement par le CMF. 3 États de l'Espace économique européen ont été concernés par ces notifications de libre établissement : l'Allemagne (3), l'Espagne (1) et le Portugal (1).

Deux types de motivation ont présidé au dépôt d'une notification de libre établissement :

- la substitution d'une succursale à une implantation préexistante : 4 entités (2 établissements de crédit et 2 entreprises d'investissement) ont eu en commun de vouloir substituer à une implantation locale préexistante - succursale non bancaire, filiale ou autre entité du groupe - une succursale communautaire ;
- la création d'une succursale, corollaire d'une opération de fusion-absorption : de façon concomitante à une opération de fusion-absorption d'une entité de droit français réglementée, un établissement de crédit a souhaité reprendre, à son compte, les activités précédemment exercées, au travers d'une succursale située en Espagne, par ladite entité absorbée et a procédé à la notification de libre établissement correspondante.

Les déclarations de libre prestation de services

Au cours de l'année 2003, 8 déclarations de libre prestation de services, émanant de 6 prestataires de services d'investissement, ont été portées à la connaissance du CMF.

Les 6 déclarants se répartissent en :

- 3 établissements de crédit ;
- 3 entreprises d'investissement.

Seulement 5 États ont été concernés par ces 8 déclarations de libre prestations de services : l'Autriche (2), la Grèce (1), l'Irlande (1), l'Italie (1) et le Royaume-Uni (3).

4/b L'usage du passeport européen en France

Les notifications de libre établissement

En 2003, 5 notifications de libre établissement, émanant de prestataires de services d'investissement agréés dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ont été portées à la connaissance du CMF.

Les 5 notifications émanent respectivement de :

- 1 établissement de crédit ;
- 4 entreprises d'investissement.

Les notifications émanent de prestataires de services d'investissement ressortissants de 2 États membres : la Belgique (1) et le Royaume-Uni (3).

3 des 5 succursales ont été effectivement ouvertes dans le courant de l'année 2003 :

- 1 succursale d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement en substitution d'une filiale de droit français qui a vu son agrément corrélativement retiré ;
- 2 succursales d'entreprises d'investissement : l'une en tant qu'implantation nouvelle, l'autre en substitution d'un bureau de représentation présent à Paris.

Les déclarations de libre prestation de services

Au cours de l'année 2003, 89 déclarations de libre prestation de services, émanant de prestataires de services d'investissement agréés dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ont été portées à la connaissance du CMF.

Ces déclarations de libre prestation de services émanent respectivement de :

- 27 établissements de crédit ;
- 62 entreprises d'investissement.

Les 89 déclarations de libre prestation de services émanent de prestataires de services d'investissement ressortissants de 15 États membres : l'Allemagne (11), la Belgique (1), le Danemark (1), l'Espagne (1), la Finlande (1), la Grèce (2), l'Irlande (3), l'Italie (3), le Liechtenstein (1), le Luxembourg (7), la Norvège (1), les Pays-Bas (7), le Portugal (6), le Royaume-Uni (42) et la Suède (2).

C L'évolution du cadre réglementaire

1 L'unification du statut des sociétés de gestion

La modification de la directive 85/611/CEE, qui définit les conditions de commercialisation des OPCVM dits coordonnés dans des États membres autres que ceux où ils sont situés, par la directive 2001/107/CE[10], a supprimé l'exigence que ces OPCVM soient gérés par des sociétés de gestion ayant pour objet exclusif la gestion d'organismes de placements collectifs (SGO).

Depuis le 13 février 2004, une société de gestion de portefeuille peut donc commercialiser en Europe les OPCVM qu'elle gère, dès lors qu'ils respectent les règles d'investissement de la directive 85/611/CEE modifiée et que les activités accessoires exercées par cette société sont conformes à cette directive[11].

L'article 68 II de la loi de sécurité financière a modifié en conséquence le code monétaire et financier en supprimant l'objet exclusif des sociétés de gestion d'OPCVM, en leur offrant la possibilité d'exercer une activité de gestion sous mandat et de conseil en investissement et en leur imposant de se doter des moyens matériels, humains et techniques nécessaires à l'exercice de leur activité : « *les sociétés de gestion mentionnées à l'article L. 543-1 du code monétaire et financier* (sociétés de gestion d'OPCVM) *mettent, avant le 13 février 2004, leurs statuts, leur organisation et leurs moyens en harmonie avec les dispositions du I* [du même article, c'est-à-dire les dispositions relatives aux sociétés de gestion de portefeuille]. *Elles effectuent une déclaration d'activité et déposent une demande d'agrément auprès de l'AMF*

10 Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

11 La directive ne prévoit notamment pas la possibilité pour une société de gestion d'exercer à titre accessoire une activité de réception-transmission d'ordres.

avant le 31 décembre 2003. Elles poursuivent leur activité jusqu'à ce qu'il ait été statué sur cette demande ».

Cependant, au-delà de ces dispositions pratiques, plusieurs éléments doivent être pris en compte par les sociétés concernées :

- pour les sociétés dont l'existence était principalement motivée par la contrainte de disposer, au sein d'un groupe financier, d'une société de gestion ayant un statut permettant la commercialisation d'OPCVM dans l'Espace économique européen, ces modifications peuvent amener les groupes financiers concernés à s'interroger sur leur structure ;
- certaines des sociétés précitées n'étaient pas dotées des moyens nécessaires à l'exercice de leur activité, notamment dans le cas de sociétés déléguant l'intégralité de leurs fonctions à une société sœur. Les nouvelles dispositions impliquent que ces sociétés se dotent de moyens ou fusionnent avec une société dotée de moyens ;
- enfin, l'impact fiscal (droits d'enregistrement, impôt sur les sociétés, TVA) des éventuelles restructurations des groupes de gestion devra être pris en compte.

Dans ces conditions, de nombreux groupes ont engagé ou envisagent d'engager une restructuration de leur activité de gestion pour compte de tiers. Cette restructuration se traduisant le plus souvent par une modification des éléments pris en compte pour la délivrance de l'agrément de certaines sociétés de gestion, par le retrait d'agrément d'autres entités ou par le changement de société de gestion de certains OPCVM, elle nécessite une ou plusieurs décisions formelles d'approbation par l'AMF. L'étude des projets présentés au régulateur peut également soulever des difficultés de fond. L'attention des sociétés de gestion est donc attirée sur la nécessité d'informer le régulateur en amont des projets envisagés et de veiller au respect du formalisme nécessaire à la poursuite de leur activité de gestion pour le compte de tiers dans un cadre juridique sécurisé.

2 La notion de qualité des dirigeants et des personnes en charge de déterminer l'orientation des sociétés de gestion

La Commission des opérations de bourse a publié[12] son interprétation des articles L. 532-9.4 et L. 532-9.5 du code monétaire et financier, relatifs aux personnes dirigeant et déterminant l'orientation des sociétés de gestion.

En effet, la direction effective de la société consistant à assurer la direction générale de la société, et à représenter celle-ci vis-à-vis des tiers, doit être assurée par deux personnes ayant la qualité de dirigeants sociaux au sens du droit des sociétés[13], soit :

- pour les sociétés anonymes (à conseil d'administration ou à directoire) : le directeur général et les directeurs généraux délégués ;
- pour les sociétés en commandite par actions, les sociétés en nom collectif et les sociétés en commandite simple : les gérants ;
- pour les sociétés par actions simplifiées (SAS) : le président, un directeur général ou un directeur général délégué nommés dans les statuts.

Par ailleurs, à côté de l'exigence de la nomination de deux dirigeants effectifs, présentant l'honorabilité et l'expérience adéquates, la loi impose que deux personnes au moins déterminent l'orientation des sociétés de gestion. Les dirigeants sociaux sont de plein droit en charge de l'orientation de la société. L'Autorité des marchés financiers autorise que la détermination de l'orientation des sociétés soit assurée par une personne non dirigeant social, sous les conditions suivantes :

- la personne est investie de compétences opérationnelles au sein de la société ;
- la personne est nommée pour exercer ses fonctions aux côtés d'un dirigeant social ;
- la nomination définit les compétences opérationnelles de la personne qui doivent être identiques à celles du dirigeant social pour l'exercice des fonctions de détermination de l'orientation ;
- la personne est nommée, et révocable, par l'organe chargé de désigner les dirigeants sociaux de la société, voire les statuts dans le cas de la SAS.

3 La délégation de gestion financière

Les évolutions récentes dans l'industrie de la gestion se traduisent par un développement des délégations de gestion.

Alors que le régulateur a récemment précisé les conditions dans lesquelles pouvait s'exercer une délégation de gestion financière dans le domaine de la multigestion alternative[14], de nombreux groupes financiers internationaux réorganisent aujourd'hui leur structure au plan européen afin de rationaliser leur processus de production et de réaliser des économies d'échelle. Cette évolution se traduit par la mise en place de pôles de gestion spécialisés au sein de chaque groupe : les différentes sociétés de gestion du groupe implantées localement délèguent alors la gestion financière des poches d'actifs correspondant à des pôles de gestion spécialisés.

La mise en place d'une délégation de gestion financière a généralement pour objet de permettre à une société de gestion de faire bénéficier ses clients (porteurs d'OPCVM ou mandants) de l'expertise d'une autre société sur une classe d'actifs très spécialisée : ainsi, une société de gestion d'un OPCVM actions internationales peut déléguer la gestion financière de la partie actions asiatiques à une société de gestion spécialisée. La valeur ajoutée de la société de gestion délégante réside alors dans sa capacité à sélectionner la société de gestion spécialisée et à contrôler la délégation.

La COB a défini les conditions dans lesquelles une société de gestion peut déléguer la gestion financière des actifs gérés pour le compte de tiers à une autre société de gestion à l'article 1.15 de son instruction du 17 décembre 1996 et au chapitre II de son instruction du 15 décembre 1998.

12 Bulletin mensuel COB n° 382 de septembre 2003.

13 L'article L. 532-9.4 indique, notamment, que la société de gestion de portefeuille « *est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adéquate à leurs fonctions* ». Bien que la loi ne précise pas le nombre de personnes, l'emploi du pluriel suppose un minimum de deux dirigeants. En pratique, la COB exige au moins deux dirigeants.

14 Position publiée sur son site internet en octobre 2003.

Elle les a précisées à l'occasion de nombreux dossiers de délégation de gestion soumis à son agrément à deux titres : agrément du programme d'activité de la société de gestion délégante, agrément de la délégation de gestion portant sur un OPCVM si cette délégation porte sur plus de 30 % de l'actif du fonds.

Trois conditions posées par l'instruction COB du 17 décembre 1996 doivent être précisées : la conformité de la délégation de gestion financière à l'agrément du délégant[15], le principe de permanence des moyens[16] et l'efficacité du contrôle de la délégation.

La diversité des types de délégation de gestion amène un examen au cas par cas. Afin de tenir compte du cas des sociétés de gestion déléguant une part importante, voire majoritaire, des actifs sous gestion, un faisceau de critères est retenu :

- au plan quantitatif, sur le chiffre d'affaires et les encours des fonds délégués ;
- au plan qualitatif, sur le maintien des compétences nécessaires aux contrôles de la délégation et aux missions dont la société de gestion est responsable vis-à-vis de l'investisseur.

Le cas particulier d'une délégation de gestion à la maison mère a amené le régulateur à demander que :

- un plan de contrôle interne exhaustif de la société mère, détaillé et mis à jour annuellement, soit intégré à la convention de délégation ;
- les exigences sur l'information de la société de gestion délégante en cas de détection d'une anomalie par le contrôle interne de la société de gestion délégataire soient également détaillées dans la convention de délégation.

L'exigence d'implication de la société fille dans l'élaboration du plan de contrôle et le contrôle de sa mise en œuvre par cette dernière est essentiel. Par ailleurs, la responsabilité du délégant vis-à-vis de l'investisseur reste entière.

D
Le démarchage et les conseillers en investissements financiers (CIF)

En réformant la législation du démarchage en matière bancaire et financière[17], par le biais notamment d'une unification des régimes existants, et en créant un statut de conseillers en investissements financiers[18], le législateur a souhaité renforcer la sécurité des épargnants dans le domaine de la distribution des produits financiers et des conseils qui peuvent y être associés. Les décrets d'application de la loi de sécurité financière relatifs, d'une part à l'organisation et à l'enregistrement des données concernant les démarcheurs et, d'autre part à la définition des principes d'honorabilité et de compétence des démarcheurs et des conseillers en investissements financiers devraient être prochainement publiés.

15 La délégation de gestion financière doit être conforme tant à l'agrément du délégant qu'à celui du délégataire : elle ne peut porter que sur les opérations et les produits autorisés ou les marchés couverts par les agréments du délégant et du délégataire.

16 La délégation de gestion ne doit pas être contraire au principe de permanence des moyens.

17 Articles 50 à 54 de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière.

18 Article 55 de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière.

1 Le démarchage

En unifiant le cadre juridique du démarchage en matière bancaire et financière, le législateur a poursuivi trois objectifs principaux :

- donner une définition du démarchage adaptée aux techniques existantes ;
- préciser les règles relatives à l'exercice de cette activité ;
- mettre en place un régime de sanctions strictes mais adaptées.

1/a La définition du démarchage bancaire ou financier

Les actes matériels du démarchage

La loi de sécurité financière définit les actes constitutifs du démarchage par :

- *une prise de contact non sollicitée* : ce critère suppose une démarche active du démarcheur ;
- *par quelque moyen que ce soit* : cette précision permet de s'assurer de la pérennité de la loi, et d'envisager tous les moyens présents et futurs ;
- avec une personne physique ou morale « déterminée » afin de distinguer le démarchage de la publicité ;
- *en vue d'obtenir un accord* : la nouvelle définition permet de faire la différence entre conseil et offre de services et supprime aussi la notion d'activité « habituelle » retenue dans les textes abrogés ;
- *portant sur* la réalisation d'opérations ou la fourniture de services déterminés.

En outre, le nouvel article L. 341-1 du code monétaire et financier dispose : « *constitue également un acte de démarchage* […], *quelle que soit la personne à l'initiative de la démarche, le fait de se rendre physiquement au domicile des personnes, sur leur lieu de travail ou dans des lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments financiers et services financiers, en vue des mêmes fins* ».

Le législateur fait référence au lieu du démarchage uniquement pour le démarchage par visite physique du démarcheur.

Les exceptions

En délimitant les contours du démarchage, la loi prévoit également des dérogations justifiées par la qualité de la personne visée, par le lieu où la démarche est effectuée, ou encore par l'objet de la démarche.

Sont ainsi exclus du champ du démarchage :

- *la prise de contact avec certaines personnes* : exclusion des prises de contact avec des investisseurs qualifiés ou avec des personnes morales dont le total du bilan, le chiffre d'affaires, le montant des actifs gérés, les recettes ou les effectifs sont supérieurs à un seuil qui sera fixé par décret, exclusion des opérations de démarchage avec des personnes déjà clientes de la personne pour le compte de laquelle le démarchage a lieu, dès lors que l'opération proposée s'inscrit - à raison de sa nature, des instruments financiers proposés, des risques ou des montants en cause - dans le champ

des opérations habituellement proposées à cette personne. *A contrario*, les règles du démarchage s'appliquent donc aux produits d'une nature différente de ceux auxquels le client est habitué ;

- *la prise de contact dans certains types de lieux* : exclusion des démarches dans les locaux professionnels des personnes morales à la demande de celles-ci ou dans les locaux des personnes habilitées par nature à procéder au démarchage. Toutefois, cette exception ne s'applique pas aux services financiers des sociétés de crédit contractuellement liées aux entreprises de grande distribution, dès lors que ces locaux sont situés dans les magasins de grande surface dans lesquels le consommateur effectue ses achats ;
- *l'objet de la démarche* concerne l'ingénierie financière[19], les contrats de crédits affectés et les locations ventes ou les locations avec option d'achat, et les ventes à tempérament.

La finalité du démarchage

Le législateur a défini[20], les produits susceptibles d'être proposés par les démarcheurs, afin d'empêcher que les épargnants prennent des risques trop importants.

Ainsi, le législateur a interdit plusieurs produits en fonction des risques qu'ils présentent. Il s'agit :

- des produits pour lesquels le risque maximum n'est pas connu au moment de la souscription ou pour lesquels le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial : cette disposition vise essentiellement les produits dérivés et non pas les instruments financiers classiques tels que les actions et obligations, le prix étant connu à l'avance. Une exception a été faite pour les parts de sociétés civiles immobilières ;
- des produits non autorisés à la commercialisation sur le territoire français ;
- des FCIMT[21] et des FCC[22] ;
- des instruments financiers non admis aux négociations sur les marchés réglementés.

1/b
Les personnes autorisées à démarcher

La loi détermine expressément les personnes autorisées à procéder à des actes de démarchage et distingue :

- *les personnes agissant en leur propre nom*[23]: les professionnels de la banque, de la finance et de l'assurance, les entreprises dans le cadre des dispositifs d'intéressement, de participation et de plan d'épargne salariale et les conseillers en investissements financiers ;
- *les personnes agissant en qualité de mandataire* : les personnes se livrant au démarchage au titre d'un mandat peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Le mandataire de ces personnes sont les personnes agissant en leur propre nom ;
- *les personnes agissant en qualité de salarié ou d'employé* : il s'agit des salariés ou employés des personnes visées à l'article L. 341-3 du code monétaire et financier.

Les personnes morales ayant délivré le mandat sont civilement responsables du fait des démarcheurs agissant en cette qualité. Par ailleurs, les personnes morales habilitées à procéder au démarchage demeurent responsables du fait des salariés des personnes morales qu'elles ont mandatées.

Conditions à remplir pour être démarcheur

Aux termes de la loi, tout démarcheur doit :

- remplir des conditions d'âge, d'honorabilité et de compétences professionnelles fixées par décret, et ne pas avoir été condamné depuis moins de 10 ans à une infraction visée à l'article L. 341-9 du code monétaire et financier ;
- être enregistré par le mandant auprès de l'autorité de laquelle relèvent les activités, ou plus exactement la nature du mandant (CECEI, AMF et Comité des entreprises d'assurances), sur un fichier librement consultable par le public et géré conjointement par les autorités précitées ;
- pour les personnes se livrant à un acte de démarchage impliquant un déplacement physique, être titulaire d'une carte de démarchage, délivrée par la ou les personnes pour lesquelles il agit. Le démarcheur peut donc avoir plusieurs cartes ;
- s'assurer, afin de couvrir les conséquences pécuniaires d'une éventuelle mise en œuvre de sa responsabilité civile.

Un fichier commun des démarcheurs sera tenu par les autorités compétentes et sera accessible au public, selon des modalités fixées par décret, pris après avis de la CNIL[24].

Les modalités d'enregistrement des personnes morales et physiques se livrant à une activité de démarchage seront précisées par décret.

Les règles de bonne conduite

Dans un souci de protection des personnes démarchées, la loi de sécurité financière impose aux démarcheurs de :

- s'informer sur la situation de la personne démarchée (situation financière, expérience en matière financière, objectifs poursuivis) afin d'adapter son offre de produits ou de services ;
- informer la personne démarchée, de manière écrite, sur la qualité du démarcheur, de l'établissement pour le compte duquel le démarchage est effectué, des produits ou services proposés, des conditions de l'offre et de l'existence ou non d'un droit de rétractation ;
- respecter un délai de réflexion ou de rétraction. Le délai de rétractation, fixé à 14 jours, à compter de la date de réception par la personne démarchée du contrat, est limité dans la mesure où la loi exclut les services de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et la fourniture d'instruments financiers. Dans ce cas, le délai de rétractation est remplacé par un délai de réflexion de 48 heures, à condition qu'elle n'ait pas fait l'objet d'un démarchage à distance. Ce délai de réflexion court à compter du lendemain de la remise du récépissé établissant l'accomplissement par le démarcheur de

19
Est exclue du champ du démarchage bancaire ou financier la fourniture aux personnes morales de prestations de conseil en matière de structure du capital, de stratégie industrielle, de fusion et de rachat.

20
Article L. 341-10 du code monétaire et financier.

21
FCIMT : Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme.

22
FCC : Fonds commun de créances.

23
Personnes visées à l'article L. 341-3 du code monétaire et financier.

24
Commission nationale de l'informatique et des libertés.

son obligation pré-contractuelle d'information des produits ou services.

1/c
Les sanctions applicables aux démarcheurs

Il convient de distinguer les infractions pénales, relatives aux relations entre le démarcheur et les personnes démarchées ou au statut de démarcheur et aux produits proposés[25], des sanctions disciplinaires pouvant être prononcées contre les démarcheurs pour tout manquement aux lois, règlements et obligations professionnelles par l'autorité dont ils relèvent (Autorité des marchés financiers, Commission bancaire ou Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance).

2
Les conseillers en investissements financiers

La loi définit le contenu de l'activité de conseiller en investissements financiers et instaure une auto-régulation partielle de la profession.

2/a
La définition du conseiller en investissements financiers (CIF) et les conditions d'accès à la profession

Définition de l'activité

Aux termes de l'article L. 541-1, I du code monétaire et financier, les conseillers en investissements financiers sont les personnes qui exercent :

- *à titre de profession habituelle* ;
- *une activité de conseil* : le statut de conseiller en investissements financiers ne porte pas sur des activités telles que la gestion ou le démarchage. Néanmoins, un conseiller en investissements financiers peut être mandaté par un établissement pour exercer une activité de démarchage ; dans ce cas, il est également soumis aux dispositions applicables aux démarcheurs ;
- *portant sur* : la réalisation d'opérations sur instruments financiers, la réalisation d'opérations de banque ou d'opérations connexes, la fourniture de services d'investissement ou de services connexes, la réalisation d'opérations sur biens divers.

En revanche, les services d'investissement de réception-transmission d'ordres et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ne sont pas autorisés aux conseillers en investissements financiers. Ces deux activités réglementées nécessitent un agrément spécifique de prestataire de services d'investissement.

Définition des personnes conseillers en investissements financiers

La loi nouvelle vise à s'appliquer à des professionnels, personnes physiques ou morales, qui ne faisaient pas, jusqu'à présent, l'objet d'un statut spécifique mais qui se livrent depuis longtemps, et en nombre, au conseil financier sous des appellations variables : conseillers financiers, conseillers en gestion de patrimoine, experts financiers, etc.

A contrario, la loi exclut du champ d'application des conseillers en investissements financiers, les sociétés et personnes ou professions soumises à une réglementation spécifique, soit :

- les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance, le Trésor public, la Banque de France, les services financiers de La Poste, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, l'Institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des dépôts et consignations ;
- les professions réglementées « *exerçant une activité de conseil en investissements financiers dans les limites de cette réglementation* ». Ainsi sont exclus les notaires, les avocats, les experts comptables qui peuvent à titre uniquement accessoire donner des conseils de ce type dans la mesure où ils respectent les limites fixées par les dispositions relatives à leur profession.

2/b
Les conditions d'exercice de l'activité de CIF

Conditions d'accès à la profession

La loi de sécurité financière a restreint l'accès aux conseillers en investissements financiers en soumettant l'accès de la profession aux conditions suivantes :

- des conditions d'âge et d'honorabilité qui seront déterminées par décret soumis à l'avis du Conseil d'État ;
- des conditions de compétences professionnelles qui seront fixées par le règlement général de l'AMF ;
- un enregistrement sur une liste tenue par une association professionnelle agréée par l'AMF ;
- une assurance de responsabilité civile.

Les obligations des conseillers en investissements financiers

En outre, les conseillers en investissements financiers doivent satisfaire à des prescriptions législatives et à un code de bonne conduite.

S'agissant des règles législatives, les CIF ne pourront à titre habituel et rémunéré donner des consultations juridiques ou rédiger des actes sous seing privé pour autrui, ni recevoir des fonds autres que ceux destinés à rémunérer leur activité de conseil en investissements financiers.

Les règles de bonne conduite, quant à elles, seront rédigées par les associations régissant la conduite de l'activité professionnelle des conseillers en investissements financiers. Elles constitueront un code de bonne conduite qui devra respecter un minimum de prescriptions prévues par le règlement général de l'AMF.

2/c
Le contrôle des CIF par les associations

Le législateur a organisé un contrôle indirect des conseillers en investissements financiers par le biais des associations professionnelles.

Ces dernières devront enregistrer les conseillers en investissements financiers et leur attribuer un numéro d'enregistrement, après avoir vérifié qu'ils satisfont aux conditions d'accès à la profession.

25 Articles L. 353-1 et L. 353-2 du code monétaire et financier.

Une liste des CIF enregistrés par les associations sera transmise à l'AMF, elle sera consultable par le public sur le site internet de l'AMF.

Les modalités de mise à jour et de tenue de cette liste devront être précisées par un décret, soumis à l'avis de la CNIL[26]. La loi prévoit également que ce décret précise les modalités et les conditions d'attribution du numéro d'enregistrement.

2/d
Le rôle de l'Autorité des marchés financiers

Dans l'encadrement des conseillers en investissements financiers, la loi confie à l'Autorité des marchés financiers un rôle de régulation et de contrôle.

L'AMF aura ainsi à définir dans son règlement général :

- les conditions de compétences professionnelles minimales des conseillers en investissements financiers ;
- les règles minimales de bonne conduite des conseillers en investissements financiers ;
- les conditions d'agrément des associations auxquelles doivent adhérer les conseillers en investissements financiers.

S'agissant des contrôles, l'Autorité des marchés financiers aura une triple compétence en agréant les associations auxquelles les conseillers en investissements financiers devront adhérer en approuvant le code de bonne conduite élaboré par les associations, enfin en étant habilitée à contrôler directement les conseillers en investissements financiers, voire en les sanctionnant en cas de manquements aux lois, règlements et obligations professionnelles.

2
LES OPCVM GÉNÉRAUX

Reprenant les compétences de la COB, l'Autorité des marchés financiers est seule habilitée à agréer la constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)[27].

L'examen de l'AMF porte sur la régularité et la cohérence financière de l'OPCVM lui-même. Dans ce cadre, elle vérifie les informations qui figurent dans la notice d'information (désormais, le prospectus) établie par chaque fonds pour être remise aux investisseurs.

A
Les produits à vocation générale : bilan des agréments 2003

1
Les agréments délivrés aux OPCVM à vocation générale

Pour la deuxième année consécutive, le régulateur a enregistré une baisse du nombre d'agréments délivrés : - 15 % par rapport à l'année 2002. Au cours de l'année, 725 nouveaux OPCVM ont été agréés, répartis entre 697 FCP et 28 SICAV.

L'année 2003 est à nouveau marquée par le succès des OPCVM garantis ou assortis d'une protection qui représentent à eux seuls le quart des sommes collectées sur les nouveaux OPCVM.

RÉPARTITION DES NOUVEAUX OPCVM AGRÉÉS EN 2003 PAR CATÉGORIE

CLASSIFICATION	NOMBRE D'OPCVM AGRÉÉS EN 2003	RÉPARTITION EN %	ENCOURS* DES FONDS AGRÉÉS EN 2003	RÉPARTITION EN %	RÉPARTITION DE L'ENCOURS DE L'ENSEMBLE DES OPCVM** AU 31/12/03
Actions françaises	14	1,9%	0,5	1,2%	5,1%
Actions de pays de la zone euro	37	5,0%	2,8	6,7%	3,5%
Actions des pays de la Communauté européenne	38	5,2%	0,6	1,4%	1,9%
Actions internationales	71	9,8%	3,0	7,2%	6,5%
Oblig/titres de créance libellés en euro	79	10,9%	5,9	14,1%	10,7%
Oblig/titres de créance internationaux	18	2,5%	0,7	1,7%	7,3%
Monétaire euro	33	4,6%	10,0	23,9%	36,0%
Monétaire à vocation internationale	NS	NS	NS	NS	0,1%
Diversifié	253	34,9%	8,7	20,8%	22,4%
Garanti ou assorti d'une protection	182	25,1%	9,7	23,2%	6,4%
TOTAL	725	100%	41,9	100%	100%

Source : AMF

* en milliards d'euros - ** OPCVM nourriciers inclus

26 Commission nationale de l'informatique et des libertés.

27 Article L. 214-3 du code monétaire et financier.

2 L'agrément des transformations d'OPCVM

Au cours de l'année, le régulateur a agréé 3 792 transformations d'OPCVM, soit une hausse de 46 % par rapport à l'année 2002. Cela s'explique essentiellement par la poursuite des mises à jour des notices et règlements des FCPE en application de la réforme de l'épargne salariale introduite par la loi du 19 février 2001.

Les opérations de rationalisation de gammes se sont également poursuivies mais à un rythme moins soutenu : 274 fusions entre OPCVM ont été enregistrées en 2003, contre 312 au cours de l'année 2002. Les autres transformations notables concernent des changements de société de gestion, de dépositaire, de commissaire aux comptes, des modifications relatives aux délégations de gestion administrative ou comptable, des changements de dénomination.

3 L'enregistrement des OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée

Créés en 1998[28], les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ne sont pas soumis à l'agrément de l'autorité de régulation mais à une simple procédure déclarative. Leurs règles d'investissement sont en outre assouplies. En contrepartie, ces OPCVM sont réservés aux investisseurs qualifiés ou aux personnes investissant plus de 500.000 euros. Le cadre des OPCVM à procédure allégée est utilisé d'une part pour les fonds communs de placement à risque (FCPR) et d'autre part pour des OPCVM à vocation générale.

La loi de sécurité financière a créé en substitution de ces OPCVM (hors FCPR) deux nouveaux produits : les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées et les OPCVM contractuels. La mise en place de ces deux nouveaux produits devrait être effective à la mi-2004.

En 2003, 140 OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ont été enregistrés.

Au 31 décembre 2003, on recense 637 OPCVM à vocation générale bénéficiant d'une procédure allégée contre 585 l'année précédente. L'encours total s'élève à 69,8 milliards d'euros au 31 décembre 2003, contre 58,4 en 2002, 41,3 en 2001 et 30,8 en 2000.

Il convient de souligner que sur cet encours, un fonds, géré par la société Efiposte Gestion, représente à lui seul 28,3 milliards d'euros (25,3 milliards d'euros en 2002).

4 Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

Au 31 décembre 2003, 28 fonds communs d'intervention sur les marchés à terme étaient en activité contre 29 l'année précédente à la suite de deux créations et de trois dissolutions[29]. L'encours total des FCIMT, en hausse de 16,2 %, s'élève à 971,9 millions d'euros en 2003 contre 836,3 millions d'euros en 2002 (voir tableau page suivante).

La performance moyenne de l'ensemble des FCIMT s'établit à + 2,8 %. On observe néanmoins une grande diversité dans les résultats individuels puisque le fonds le plus performant a vu sa valeur liquidative augmenter de 114 % et le moins performant, chuter de 64 %. Les deux tiers des FCIMT terminent l'année 2003 avec une performance positive.

RÉPARTITION DES OPCVM BÉNÉFICIANT D'UNE PROCÉDURE ALLÉGÉE AU 31 DÉCEMBRE 2003 PAR CATÉGORIE

CLASSIFICATION	NOMBRE DE FONDS	ENCOURS AU 31/12/2003*	RÉPARTITION DES ENCOURS EN %
Actions françaises	1	0,1	0,1%
Actions de pays de la zone euro	10	0,6	0,9%
Actions des pays de la communauté européenne	4	0,2	0,3%
Actions internationales	33	1,2	1,7%
Oblig/titres de créance libellés en euro	61	2,3	3,3%
Oblig/titres de créance internationaux	20	29,9	42,8%
Monétaire euro	31	9,3	13,3%
Monétaire à vocation internationale	4	0,3	0,4%
Diversifié	363	23,0	33,0%
Garanti ou assorti d'une protection	110	2,9	4,2%
TOTAL	637	69,8	100 %

* Encours en milliards d'euros

Source : AMF

28 Rapport annuel COB 1998, page 124.

29 Deux dissolutions intervenues en 2002 n'ont été déclarées à la COB qu'en 2003.

RÉPARTITION DES FCIMT EN FONCTION DE LEUR ENCOURS (Encours en millions d'euros)

	ENCOURS			
	> 100 M€	ENTRE 10 ET 100 M€	< À 10 M€	TOTAL
Nombre de FCIMT en 2003	3	11	14	28
Encours cumulé au 31/12/2003	485,9	436,0	50,0	971,9
Nombre de FCIMT en 2002	2	11	16	29
Encours cumulé au 31/12/2002	368,5	413,8	54,0	836,3

Source : AMF

5 Les autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Au 31 décembre 2003, 3 052 OPCVM ou compartiments coordonnés agréés dans d'autres pays européens bénéficiaient d'autorisation de commercialisation par le régulateur français et pouvaient être proposés en France. Ils se répartissaient entre 76 fonds sans compartiment et 226 fonds avec compartiments (avec une moyenne de 12 compartiments par fonds).

En 2003, le régulateur a délivré 402 autorisations de commercialisation, en baisse par rapport à l'année précédente (461 autorisations). Dans la répartition par pays d'origine, on note la part toujours prédominante du Luxembourg (74 %) et la hausse de celle de l'Irlande (24 %) par rapport aux années précédentes, au détriment des demandes en provenance du Royaume-Uni.

B Les produits à vocation générale : l'évolution des encours

Parallèlement au retournement de tendance des marchés intervenu en 2003, l'encours des OPCVM à vocation générale a renoué avec la croissance avec une hausse proche de 12,5 % sur un an, avec un encours des OPCVM à vocation générale[30] au 31 décembre passant de 749,6 milliards d'euros à 843,6 milliards d'euros (hors fonds nourriciers). Cette hausse résulte :

- d'un effet prix de 6 %, lié pour l'essentiel à l'évolution des marchés actions ;
- d'un effet de collecte nette de 6,5 %, en léger repli par rapport à l'an passé. Ce repli s'explique essentiellement par un tassement de la collecte des OPCVM monétaires.

En tenant compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM au 31 décembre 2003 est en augmentation de 13,2 % à 909,4 milliards d'euros contre 803,1 milliards d'euros au 31 décembre 2002.

La croissance du nombre de produits enregistrés en France en 2003 est restée modérée. On dénombre au 31 décembre 2003, 7 906[31] OPCVM à vocation générale, répartis entre 1 108 SICAV et 6 798 FCP. Le nombre de SICAV a diminué de 69 unités par rapport à 2002 et leur encours de 0,8 %. En revanche, le nombre de FCP a augmenté de 184 unités, ils représentent 86 % des produits proposés et 68 % de l'encours des OPCVM à vocation générale.

RÉPARTITION DES OPCVM (HORS NOURRICIERS) PAR CATÉGORIE (Encours en milliards d'euros)

	AU 31/12/2002			**AU 31/12/2003**			VARIATION
	Encours	Répartition en %	nbre d'OPCVM	Encours	Répartition en %	Nbre d'OPCVM	DE L'ENCOURS
OPCVM Action	121,9	16,3 %	1 778	148,6	17,6 %	1 763	21,9 %
OPCVM Obligation	142,3	19,0 %	1 185	158,0	18,8 %	1 178	11,0 %
OPCVM Monétaire	264,7	35,3 %	486	280,6	33,2 %	465	6,0 %
OPCVM Diversifié	174,8	23,3 %	2 946	198,2	23,5 %	2 960	13,4 %
OPCVM Garanti	45,9	6,1 %	809	58,2	6,9 %	898	26,8 %
TOTAL	749,6	100,0%	7 204	843,6	100,0%	7 264	12,5%

Source : AMF

30 Afin d'éviter toute interprétation erronée et de permettre des comparaisons internationales cohérentes, il paraît nécessaire de rappeler la définition des concepts utilisés dans les statistiques concernant la gestion pour le compte de tiers : les OPCVM à vocation générale comprennent tous les OPCVM de droit français agréés par la Commission exceptés les FCPE, les FCPR, les FCPI et les OPCVM européens faisant l'objet d'une autorisation de commercialisation en France. L'encours correspond à la valeur des actions ou des parts commercialisées en France et dans les autres pays européens pour les OPCVM de droit français bénéficiant d'un passeport. Enfin, les OPCVM nourriciers sont exclus des encours car leur actif est intégralement investi dans leur OPCVM maître.

31 Y compris les OPCVM nourriciers.

1 Les effets prix et collecte nette

Encours en milliards d'euros

	ENCOURS AU 31/12/2003	EFFET COLLECTE	EFFET PRIX	DONT COUPONS	**ENCOURS AU 31/12/2003**
OPCVM (HORS NOURRICIERS)					
OPCVM actions	121,9	6,5	21,2	1,0	148,6
OPCVM obligations	142,3	13,5	4,1	1,9	158,0
OPCVM monétaires	264,7	12,2	5,3	1,6	280,6
OPCVM diversifiés	174,8	11,7	12,9	1,2	198,2
OPCVM garantis	45,9	10,5	2,1	0,3	58,2
TOTAL	749,6	54,5	45,6	6,0	843,6

Source : AMF

L'évolution très favorable des marchés d'actions a considérablement amélioré les performances des OPCVM actions dont l'effet prix s'est établi en moyenne à + 17,4 % (parts de capitalisation). L'année 2003 n'est toutefois pas marquée par une reprise de la collecte des OPCVM actions qui bien que positive ne représente que 12,9 % de la collecte totale.

Les investisseurs ont encore privilégié les placements défensifs puisque la collecte des OPCVM obligataires et celle des OPCVM monétaires représentent respectivement 24,8 % et 22,4 % de la collecte totale. Le succès des OPCVM garantis se confirme d'année en année puisqu'en 2003 l'encours levé sur ces fonds a représenté 10,5 milliards d'euros.

Depuis la fin de l'année 2000, plus de 180 milliards d'euros ont été investis dans les OPCVM à vocation générale de droit français, démontrant ainsi le fort attrait des investisseurs pour ce type d'instruments financiers.

La répartition est relativement stable depuis trois ans : 35 % dans les OPCVM monétaires, 23 % dans les OPCVM actions, 17 % dans les OPCVM diversifiés, 14 % dans les OPCVM garantis et 11 % dans les OPCVM obligations. Sur la même période, l'effet prix a représenté un impact négatif de l'ordre de 60 milliards d'euros, imputable aux OPCVM actions et diversifiés.

2 L'analyse selon la classification des OPCVM

L'évolution des OPCVM actions est marquée par les caractéristiques suivantes :

- les portefeuilles des OPCVM actions continuent de s'internationaliser en 2003 puisque 69,8 % d'entre eux sont classés actions des pays de la Communauté européenne, actions des pays de la zone euro ou actions internationales, contre 65,3 % en 2002, 60,8 % en 2001 et 55,2 % en 2000.

TABLEAU RÉCAPITULATIF (Encours en milliards d'euros)

EFFETS PRIX ET COLLECTE DE L'ENSEMBLE DES OPCVM À VOCATION GÉNÉRALE (HORS NOURRICIERS) DEPUIS 2001

	2001		2002		**2003**		TOTAL
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	Depuis le 31/12/2000
Effet collecte monétaires	27,9	41,8 %	23,9	39,7 %	12,2	22,4 %	64
Effet collecte actions	21,0	31,4 %	14,8	24,6 %	6,5	11,9 %	42,3
Effet collecte diversifiés	8,0	12,0 %	10,9	18,1 %	11,7	21,5 %	30,6
Effet collecte garantis	5,1	7,6 %	9,1	15,1 %	10,5	19,3 %	24,7
Effet collecte obligations	4,8	7,2 %	1,5	2,5 %	13,5	24,8 %	19,8
TOTAL COLLECTE	66,9	100,0 %	60,2	100,0 %	54,4	100,0 %	181,5
Effet prix monétaires	7,5		7,8		5,3		20,6
Effet prix actions	- 36,5		- 55,8		21,2		- 71,1
Effet prix diversifiés	- 14,5		- 25,9		12,9		- 27,5
Effet prix garantis	- 0,7		-0,6		2,1		0,8
Effet prix obligations	5,4		8,1		4,1		17,6
TOTAL PRIX	- 38,7		- 66,4		45,6		- 59,5

Source : AMF

RÉPARTITION DES OPCVM PAR CATÉGORIE EN FONCTION DE LEUR ENCOURS DEPUIS 2001 (HORS NOURRICIERS) en milliards d'euros

	AU 31/12/2001		AU 31/12/2002		**AU 31/12/2003**	
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	En cours	Répartition en %
Actions françaises	64,5	8,5 %	42,3	5,6 %	44,8	5,3 %
Actions des pays de la CE	-	0,0 %	-	0,0 %	17,1	2,0 %
Actions de pays de la zone euro	30,8	4,0 %	26,0	3,5 %	30,6	3,6 %
Actions internationales	68,5	9,0 %	49,1	6,6 %	56,1	6,7 %
Oblig/titres de créance libellés en euro	89,3	11,7 %	86,4	11,5 %	93,2	11,0 %
Oblig/titres de créance internationaux	45,8	6,0 %	56,0	7,5 %	64,8	7,7 %
Monétaire euro	231,8	30,5 %	263,5	35,2 %	279,4	33,1 %
Monétaire à vocation internationale	1,8	0,2 %	1,2	0,2 %	1,2	0,1 %
Diversifié	190,5	25,0 %	174,8	23,3 %	198,2	23,5 %
Garanti ou assorti d'une protection	37,6	4,9 %	45,9	6,1 %	58,2	6,9 %
TOTAL	760,6	100,0 %	749,6	100,0 %	843,6	100,0 %

Source : AMF

- Une légère progression du pourcentage de leur encours qui représente 17,6 % des encours globaux contre 16,2 % en 2002 et plus de 21 % en 2001 ;

La croissance de l'encours des OPCVM monétaires décélère. Avec 280,6 milliards d'euros, leur part de l'encours global reste stable à 33,1 % (contre 35,2 % en 2002 et 30,5 % en 2000). En dépit du faible niveau des taux d'intérêt la collecte reste nettement positive à environ 12 milliards d'euros.

L'encours des OPCVM obligataires augmente de 11 % à 158 milliards d'euros contre 142,4 milliards d'euros en 2002.

L'effet collecte contribue aux trois quarts à cette augmentation. Le nombre d'OPCVM diversifiés augmente de 14 unités pour s'établir à 2 960 pour un encours de 198,2 milliards d'euros (+ 13,3 % sur un an avec un effet prix positif de 7,4 %). Les fonds diversifiés représentent en nombre 40 % et en valeur 23,4 % de l'ensemble des OPCVM à vocation générale.

Le succès des OPCVM garantis se confirme avec une augmentation de plus de 26 % de leur encours à 58,2 milliards d'euros contre 45,9 milliards d'euros un an auparavant.

RÉPARTITION DES OPCVM PAR CLASSIFICATION EN FONCTION DE LA TAILLE DE LEUR ENCOURS (Y COMPRIS NOURRICIERS)
Encours cumulés en milliards d'euros au 31/02/2003

	> 1 MM		[0,5-1] MM		[0,1-0,5] MM		[50-100] M		[10-50] M		< 10 M		TOTAL GAL	
	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours
Actions françaises	8	13,75	12	7,89	71	16,73	59	4,18	144	3,61	131	0,52	425	46,7
Actions de pays de la zone euro	6	10,18	6	3,37	53	11,68	47	3,43	125	3,23	96	0,36	333	32,3
Actions des pays de la C.E.	2	3,17	6	4,22	31	6,31	20	1,40	88	2,21	88	0,35	235	17,7
Actions internationales	3	4,72	12	0,77	145	27,96	123	8,53	348	9,00	310	1,33	941	59,3
Oblig/titres de créance libellés en €	14	21,56	15	9,68	207	45,36	144	10,61	350	9,03	218	0,96	948	97,2
Oblig/titres de créance internationaux	5	38,13	6	3,60	74	15,01	80	5,85	125	3,24	44	0,19	334	66,1
Monétaire euro	80	226,63	63	44,59	190	46,43	78	5,72	133	3,67	80	0,29	624	327,4
Monétaire à vocation internationale	0	0,00	0	0,00	4	0,65	6	0,40	6	0,14	7	0,02	23	1,2
Diversifié	18	35,01	44	31,27	400	81,63	338	23,58	1093	26,83	1245	4,86	3138	203,3
Garanti ou assorti d'une protection	0	0,00	9	5,66	151	30,70	146	10,45	422	10,45	177	0,90	905	58,2
TOTAL	136	353,14	173	117,97	1326	282,47	1041	74,16	2834	71,41	2396	9,78	7906	909,4
%	1,7%	38,8%	2,2%	13,0%	16,8%	31,1%	13,2%	8,2%	35,9%	7,9%	30,3%	1,1%	100,0%	100,0%

Source : AMF

3 L'impact de la taille des OPCVM

La gestion française se caractérise par un très grand nombre de produits, le cas échéant pour des encours très faibles :

- l'éclatement est privilégié par la forme très souple du fonds commun de placement ;
- environ 30 % des OPCVM à vocation générale (2 400 fonds) représentent moins de 1 % des encours. *A contrario*, 309 OPCVM (3,9 % du nombre total des fonds) assurent la gestion de plus de 471 milliards d'euros, soit 51 % du total des encours ;
- concernant plus particulièrement les OPCVM diversifiés, on constate que 2 338 fonds (74,5 % des fonds de la classification et 29,5 % des OPCVM à vocation générale) gèrent moins de 16 % de l'encours de la catégorie et de 4 % de celui des OPCVM ;
- si on compare la situation des OPCVM de droit français avec les « mutual funds » américains, on constate qu'un nombre de fonds à peu près égal représente un encours neuf fois supérieur outre-Atlantique.

3 L'ÉVOLUTION DU CADRE APPLICABLE AUX OPCVM GÉNÉRAUX

A La mise en œuvre des conclusions du groupe frais, des travaux sur l'innovation financière et la transposition de la directive

La directive européenne 85/611/CEE[32] prévoit que tout OPCVM se conformant à ses dispositions (celui-ci est alors dit "coordonné" ou "harmonisé") peut faire l'objet d'une commercialisation dans les autres États membres en vertu d'une attestation de conformité qui lui est délivrée par le régulateur national du pays d'origine.

L'obsolescence de cette directive rendait nécessaire sa modification. Les directives 2001/107/CE[33] et 2001/108/CE[34] adoptées le 21 janvier 2002 ont ainsi profondément modifié les dispositions en vigueur en introduisant une réglementation relative aux sociétés de gestion et au prospectus simplifié (directive 2001/107/CE) et en modifiant les dispositions relatives aux investissements des OPCVM (directive 2001/108/CE).

Ces nouvelles dispositions ont été transposées en France au cours de l'année 2003.

À cette occasion, le cadre juridique des OPCVM a été modifié, intégrant les conclusions du groupe de travail sur les frais[35] et les réflexions menées sur l'innovation financière (OPCVM de fonds alternatifs, fonds à formule et dérivés de crédit).

Cette transposition a nécessité une modification des textes suivants :

- code monétaire et financier, par la loi de sécurité financière du 1er août 2003 ;
- décrets n° 89-623 et 89-624[36];
- règlements COB n° 96-03 et n° 89-02[37];
- instruction de la COB relative au prospectus complet des OPCVM.

1 Le standard européen

Les textes modifiés définissent un cadre minimal conforme aux directives OPCVM, destiné à protéger les investisseurs particuliers. Si ce standard s'inscrit en grande partie dans la continuité des dispositions existantes, il s'en distingue sur les points suivants.

Règles d'investissement :

- les instruments financiers pouvant entrer dans la composition de l'actif d'un OPCVM sont désormais définis de manière exhaustive aux articles 1 et 3 du décret n° 89-623. Les instruments du marché monétaire sont ainsi éligibles en tant que tels, alors qu'ils ne l'étaient précédemment que par assimilation à des valeurs mobilières cotées. Par ailleurs, les dépôts sont également éligibles à l'actif d'un OPCVM. Ces derniers ne sont donc plus restreints à la seule détention de liquidités à titre accessoire.
- Les règles d'investissement ont été affinées afin de tenir compte de l'évolution des techniques de gestion : prise en compte des sous-jacents des dérivés et des dérivés intégrés pour le calcul de certains ratios, consolidation des émetteurs appartenant à un même groupe pour le calcul des ratios de dispersion des risques, introduction de ratios sur les dépôts et les fonds de fonds. Ces règles d'investissement permettent également à des OPCVM indiciels et à des fonds de fonds d'être coordonnés.
- L'éligibilité explicite des dépôts, des instruments du marché monétaire et des instruments financiers à terme a entraîné la définition de règles précises encadrant l'utilisation de ces produits.
- La refonte du décret n° 89-623 a été l'occasion de clarifier les règles applicables aux acquisitions et cessions temporaires de titres (prêts-emprunts de titres, pensions), bien que ce sujet ne soit pas traité par la directive. Les opérations de cession temporaires d'instruments financiers peuvent désormais atteindre 100 % de l'actif de l'OPCVM alors que les opérations d'emprunt temporaire restent limitées à 10 %. Ce taux est porté à 100 % sous certaines conditions, permettant notamment aux OPCVM monétaires de continuer à utiliser des prises en pension.

32 Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

33 Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

34 Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM.

35 Groupe présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège de la COB – voir Rapport annuel COB 2002, p. 164.

36 Publiés en novembre 2003.

37 Publiée en novembre 2003.

Information des investisseurs :

- les modalités d'information des souscripteurs sont améliorées par les nouveaux textes. À la notice d'information se substitue désormais un prospectus complet, composé d'une note détaillée et d'un prospectus simplifié. La notice d'information servait en effet un double objectif – informer l'investisseur sur les caractéristiques essentielles du produit et définir le cadre juridique dans lequel l'OPCVM serait géré. Le prospectus simplifié et la note détaillée répondent désormais chacun à un objectif différent : de lisibilité, de synthèse et d'accessibilité pour l'investisseur potentiellement non averti dans le premier cas, de précision et d'exhaustivité technique dans le second.
- Le contenu de la note détaillée tient compte des exigences de la directive et des conclusions du groupe de travail sur les frais. Il s'appuie sur les conclusions d'un groupe de travail européen, mis en place par le Comité de contact OPCVM en 2003. Les principales améliorations portent sur :
  . la description de l'objectif de gestion et de l'orientation des placements, qui devra faire apparaître clairement en quoi les instruments financiers utilisés contribueront à l'objectif de gestion ;
  . l'information relative aux frais facturés à l'OPCVM : outre l'information donnée *a priori* par l'intermédiaire sur les frais maximum, les nouveaux textes introduisent l'exigence de communiquer les frais réellement facturés à l'OPCVM, en tenant compte, le cas échéant, des commissions de mouvement et des frais des OPC dans lequel l'OPCVM a investi. Cette exigence tient compte de la recommandation[38] de la Commission européenne qui prévoit l'affichage *ex post* d'un taux synthétique, appelé TFE – Total des Frais sur Encours – proche du concept préconisé par le rapport de la COB sur les frais ;
  . l'introduction d'éléments relatifs aux performances passées.

Catégories de parts et fermeture des souscriptions :

- la loi de sécurité financière a introduit la possibilité pour un OPCVM d'émettre différentes catégories de parts. Les conditions dans lesquelles ces catégories de parts peuvent être émises ont été précisées par la COB dans son règlement n° 89-02. Elles sont entrées en vigueur le 1er avril 2004 et devraient favoriser l'effort de rationalisation et de productivité de la gestion collective française ;
- la loi de sécurité financière a également introduit la possibilité pour un OPCVM de se fermer à la souscription. Les conditions dans lesquelles cette fermeture peut intervenir ont été précisées dans le règlement COB n° 89-02, ce qui peut répondre à trois objectifs :
  . clarifier les conditions de commercialisation des fonds présentant des fenêtres de souscription, comme par exemple les fonds à formule ;
  . mieux fonder juridiquement le régime des fonds dédiés. Le règlement a notamment rappelé que, sauf pour les OPCVM réservés à 20 porteurs au plus ou à une catégorie d'investisseurs, cette fermeture devait reposer sur des critères objectifs tels qu'un nombre maximum de parts ou d'actions émises, un montant maximum d'actif atteint ou l'expiration d'une période de souscription déterminée ;
  . autoriser un fonds à se fermer à la souscription pour des raisons tenant à la gestion (par exemple plafonner l'encours géré).

Règles de bonne conduite applicables à la gestion de portefeuille pour le compte de tiers[39] :

- les conditions de rémunération des prestataires ont été précisées. Ainsi une société de gestion ne peut pas bénéficier de rétrocessions de frais de gestion ou de commissions de souscription/rachat liés à l'investissement d'OPCVM gérés par cette dernière dans d'autres OPCVM. Par ailleurs, les conditions dans lesquelles une société de gestion peut percevoir des frais de gestion variables ont été formalisées. En particulier, il a été explicitement précisé que les modalités de calcul des frais de gestion variables devaient être cohérentes avec l'objectif de gestion du portefeuille géré et ne devaient pas conduire le prestataire à prendre des risques excessifs dans la gestion de ce portefeuille. Enfin, les conditions de rémunération des prestataires sur les opérations de prêts-emprunts de titres détenus par les portefeuilles gérés ont été également clarifiées.
- Le principe de *best execution* a été précisé. Il a notamment été rappelé que le prestataire devait mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection des intermédiaires et prestataires.

2 Les spécificités nationales

La directive offre la possibilité de tenir compte de demandes formulées par l'industrie de la gestion française et par les investisseurs. La loi de sécurité financière a ainsi créé de nouvelles catégories de fonds.

Fonds accessibles à toutes les catégories d'investisseurs :

- fonds de fonds dérogatoires, pouvant employer jusqu'à 50 % de leur actif en parts ou actions d'un autre OPCVM, alors que ce ratio est de 20 % pour les fonds de fonds coordonnés ;
- fonds maîtres-nourriciers ;
- fonds à référence indicielle, pouvant déroger aux règles de dispersion des risques prévues pour les fonds indiciels à condition d'avoir un objectif de gestion lié à la performance d'un indice par la définition d'un *tracking error* maximal.

Fonds réservés à certaines catégories d'investisseurs :

- fonds agréés à règles d'investissement allégées, y compris les fonds de fonds alternatifs ;
- fonds contractuels, non agréés mais enregistrés par l'Autorité des marchés financiers.

38 Recommandation concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'annexe I publiée le 27 avril 2004.

39 Règlement COB n° 96-03.

Les sociétés de gestion souhaitant gérer ces deux dernières catégories de fonds devront faire valider au préalable un programme d'activité spécifique par l'Autorité des marchés financiers.

3 Les perspectives

Le cadre mis en place en 2003 sera complété et précisé sur les points suivants :

- les dispositions du décret n° 89-623 relatives au calcul de l'engagement hors bilan des OPCVM, au calcul et aux seuils de *tracking error* applicables aux OPCVM indiciels et à référence indicielle et aux dérivés intégrés feront l'objet de travaux avec la profession afin d'en préciser la portée et les modalités d'application,
- l'approche européenne des sujets de la gestion doit être renforcée. Cette démarche tiendra compte des travaux engagés au plan européen, sous forme notamment de projets de recommandation. Elle doit surtout aboutir à prolonger les travaux entrepris au sein du CESR pour la mise en place d'un véritable marché unique européen de la gestion, ouvert, compétitif, transparent et fondé sur une haut niveau de protection de l'investisseur.

Enfin, les dispositions de la directive relatives aux sociétés de gestion restent à mettre en œuvre.

B Les principales évolutions de l'offre de gestion collective

Les travaux réglementaires ont permis de mener une large concertation pour redéfinir l'offre de gestion collective en France, à partir du standard de base de la directive et en tenant compte des acquis de la gestion en France.

1 Les fonds à formule

Le développement spectaculaire des fonds à formule en France a conduit de longue date l'autorité de régulation à se pencher sur leurs particularités compte tenu de leur place sur le marché français. Ceci a notamment abouti à la publication par la COB d'un relevé de décision définissant le cadre de régulation et d'information des fonds à formule fin 2002[40].

Les fonds à formule sont en effet fondés sur la délivrance mécanique à l'échéance d'une performance prédéfinie par référence à des paramètres de marché (indices, cours d'un panier d'actions…). Ces fonds font l'objet le plus souvent d'une garantie en capital à l'échéance (plus de 90 % des fonds en 2003). En moyenne, 14 créations de ce type de fonds ont été agréées chaque mois depuis deux ans.

Le suivi en temps réel de ce segment d'activité sera favorisé par la rénovation de la base de données des OPCVM de l'AMF et la mise en œuvre de la nouvelle classification à partir de la mi-2004, mais on peut d'ores et déjà noter que les seuls fonds garantis (qui sont dans leur très grande majorité des fonds à formule) ont représenté près du cinquième de la collecte nette des OPCVM de droit français en 2003[41].

Le traitement de ces fonds doit reposer sur les cinq axes suivants :

- une identification spécifique, au travers notamment de la nouvelle classification, et un traitement réglementaire adapté, ce qu'a entrepris le décret n° 89-623 modifié, pour l'utilisation d'instruments financiers à terme notamment ;
- une bonne organisation du service de gestion, tant pour assurer un bon fonctionnement du produit (par exemple en termes de valorisation continue) que d'indépendance de la gestion vis-à-vis des salles de marché qui proposent les montages structurés sur lesquels reposent les fonds à formule. Ce point, déjà abordé au sujet des programmes d'activité, est essentiel pour la définition de la responsabilité de la société de gestion vis-à-vis des investisseurs ;
- un effort important de lisibilité et d'équilibre dans la rédaction des documents d'information, qu'il s'agisse des documents réglementaires (notices/prospectus) ou commerciaux. Il est ainsi de la responsabilité des prestataires de proposer des formules à la fois compréhensibles au regard de la cible de clientèle visée et clairement explicitées dans la notice, le prospectus et les documents commerciaux. Sur ce dernier point, les gérants doivent porter une attention toute particulière à la rédaction de la rubrique économie du produit, déterminante pour la bonne compréhension de la formule proposée, qui ne doit pas se limiter à la formule mathématique, mais réellement décrire le pari économique proposé à l'investisseur. Par ailleurs, la durée des formules et leurs caractéristiques étant très variables, il est impératif que toute communication de performance soit traduite en taux annuel actuariel, quel que soit le support utilisé ;
- l'éducation de l'investisseur sur la garantie en capital, sa signification et son coût. Il a été souligné qu'une large partie du succès de ce type de produit repose sur l'offre de la garantie en capital. En premier lieu, celle-ci n'est en règle générale acquise qu'à l'échéance. Toute communication sur cette garantie doit, dès lors, être assortie d'une mention précisant qu'elle n'est acquise qu'à l'échéance de la durée de placement prévue, la contrepartie des indexations proposées étant le maintien de l'investissement dans le fonds jusqu'à l'échéance. En second lieu, l'investisseur n'appréhende pas toujours le coût potentiellement très important de la garantie et il est demandé de le faire correctement apparaître dans la rubrique avantages/risques du prospectus mais aussi dans les documents commerciaux ;
- le souci de promouvoir les conditions d'une commercialisation prudente et adaptée aux épargnants visés. L'obligation de remise préalable à la souscription de la notice (dorénavant prospectus simplifié) doit bien sûr être rappelée, mais elle ne suffit pas ; l'accent doit être mis sur :
  . les obligations de connaissance du client (situation, objectifs et expérience),

40 Bulletin mensuel COB, décembre 2002, n° 374.

41 Ce succès peut au demeurant être rapproché du montant très faible collecté dans le même temps sur les OPCVM actions, contrairement à ce qu'aurait pu laisser attendre le retournement des marchés en 2003.

. le conseil que la personne en charge de la commercialisation est en mesure de lui apporter,

. l'organisation interne des prestataires proposant des OPCVM au public pour assurer une correcte maîtrise des risques de mauvaise commercialisation, lors du lancement du produit mais aussi sur une base continue.

2 Les OPCVM investissant dans d'autres OPCVM

Depuis 1998, les OPCVM de droit français peuvent investir la totalité de leur actif dans d'autres OPCVM français ou bénéficiant de la procédure de reconnaissance mutuelle prévue par la directive 85/611/CEE. Si cette disposition a permis le développement des fonds profilés (assemblant selon une répartition pré-définie des expositions taux et actions sous forme de fonds) et celui de la multigestion (multi-gérants et multi-stratégies), ce type de produit, notamment lorsqu'il mélange une gestion directe et une gestion indirecte, peut poser des problèmes de cumul des frais de gestion et de transparence de l'information pour les investisseurs.

La mise en œuvre tant des propositions du groupe de travail sur les frais que de la nouvelle directive européenne a été l'occasion d'un effort de clarification important pour ces produits qui occupent aujourd'hui une place très importante sur le marché français.

Les OPCVM investis à plus de 50 % en parts ou actions d'autres OPCVM, appelés OPCVM d'OPCVM, représentent 18,4 % du nombre total des produits (1 338 OPCVM) et 8,9 % de l'encours global (74,7 milliards d'euros).

Les OPCVM qui utilisent l'investissement dans d'autres produits collectifs (entre 10 % et 50 %) à côté d'un investissement direct, par exemple pour bénéficier de la compétence spécifique d'une autre équipe de gestion sur une classe d'actifs particuliers, représentent plus de 2 500 véhicules et plus de 200 milliards d'euros.

3 Les OPCVM maîtres et nourriciers

Fin 2003, il existait 501 OPCVM maîtres représentant un encours de 166,2 milliards d'euros[42] soit 18,3 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale, contre 16 % en 2002. Le nombre d'OPCVM maîtres et leur encours sont en forte hausse pour la troisième année consécutive (respectivement de 19 % et de 29 %).

On dénombre 642 OPCVM nourriciers représentant un encours de 65,8 milliards d'euros, soit 7,2 % de l'encours global (contre 587 OPCVM nourriciers pour un encours de 53,5 milliards d'euros au 31 décembre 2002). Comme l'année passée, le nombre d'OPCVM nourriciers et leurs encours sont en augmentation (respectivement de 9 % et 23 %). La totalité de l'encours des OPCVM nourriciers étant intégrée dans l'encours des OPCVM maîtres, seul ce dernier est compté dans l'encours global des OPCVM à vocation générale afin d'éviter les doubles comptages.

Les OPCVM nourriciers se développant pour permettre de bénéficier des effets de taille au niveau des OPCVM maîtres, ils sont principalement utilisés dans la gestion monétaire (73 % de l'encours total). L'introduction des catégories de parts dans les OPCVM de droit français par la loi de sécurité financière, effective depuis le 1er avril 2004, devrait logiquement amener les prestataires à se reporter vers ce type de solution plutôt que sur les OPCVM nourriciers.

Dans le même temps, le nouveau décret assouplit les règles d'utilisation des maîtres-nourriciers pour introduire notamment la possibilité de structurer le fonds nourricier en concentrant au niveau du maître la seule fabrication d'une gestion primaire.

4 Les fonds de fonds alternatifs

Ce type de fonds est proposé de façon ancienne en France mais a connu un développement important, en parallèle du travail de clarification entrepris par la COB en concertation avec la profession, conclu en avril 2003 avec la publication d'un relevé de conclusions.

Ces produits étaient au nombre de 42 pour un encours voisin de 1,6 milliard d'euros début 2000, alors que le nombre de fonds est aujourd'hui supérieur à 150 pour plus de 9 milliards d'euros d'encours.

À côté de la régulation des prestataires abordée dans la partie I du présent chapitre (cf. les programmes d'activités), la réglementation des produits doit être achevée dans le cadre nouvellement défini par la loi de sécurité financière et du décret n° 89-623 modifié et à la lumière d'un premier bilan d'application du relevé d'avril 2003. Dans cet ordre d'idées, il sera nécessaire d'ajuster les orientations retenues en 2003 pour définir les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents, les règles de fonctionnement relatives à la liquidité et à la valorisation, les règles d'accès des investisseurs et les conditions de commercialisation.

Tableau récapitulatif (Encours en milliards d'euros)

OPCVM INVESTISSANT TOUT OU PARTIE DE LEUR ACTIF DANS D'AUTRES OPCVM

	2002		2003		
	Encours	Répartition	Nombre	Encours	Répartition
OPCVM investis à moins de 10 % en parts d'OPCVM	538,0	71,7 %	3 394	562,8	66,7 %
OPCVM investis entre 10 % et 50 % en parts d'OPCVM	151,1	20,2 %	2 532	206,1	24,4 %
OPCVM investis à plus de 50 % en parts d'OPCVM	60,5	8,1 %	1 338	74,7	8,9 %
TOTAL	749,6	100,0 %	7 264	843,6	100,0 %

Source : AMF

42 Les OPCVM maîtres ne sont pas uniquement réservés aux OPCVM nourriciers.

5 Les OPCVM indiciels

Les OPCVM indiciels sont des produits dont l'objectif de gestion est de répliquer la performance d'une indice de référence, précisé dans leur notice d'information.

Au 31 décembre 2003 :

- 29 OPCVM indiciels étaient cotés[43] sur Euronext Paris contre 33 une année auparavant. L'encours de ces instruments financiers atteint 4,7 milliards d'euros fin 2003 ;
- le nombre de fonds indiciels non cotés s'élevait à 161 (144 en 2002) pour un encours global de 12,5 milliards d'euros contre 9,8 une année auparavant.

La nouvelle directive prévoit explicitement des règles dérogatoires de dispersion des risques pour les OPCVM indiciels. Sa transposition donne l'occasion de définir ou de préciser :

- les critères d'éligibilité des indices ;
- la définition d'un OPCVM indiciel et la notion d'écart statistique de suivi de la performance de l'indice ;
- l'information et le contenu du prospectus ;
- le statut des fonds, qui sans être indiciels, ont une gestion proche de l'indice (fonds « *benchmarkés* » ou fonds « *tiltés* ») ;
- les conditions de cotation des OPCVM auparavant strictement réservées aux seuls OPCVM indiciels.

6 Les OPCVM à compartiments

Un OPCVM à compartiments permet de réunir dans une même structure juridique des compartiments dont les orientations de gestion peuvent être différentes. L'utilisation de cette possibilité, introduite en 1998, reste toutefois marginale sur la place française contrairement à d'autres pays européens.

Au 31 décembre 2003, il existait 30 OPCVM à compartiments représentant un encours de 6,6 milliards d'euros. Le nombre total de compartiments s'élève à 130 contre 120 au 31 décembre 2002.
Les compartiments actions internationales représentent près de 41 % du nombre total des compartiments et près de 53 % des encours.
Les compartiments actions européennes[44] représentent 13 % du nombre des compartiments et 23 % en valeur.

La loi de sécurité financière a conforté ce type de produits en établissant clairement le principe d'indépendance financière des différents compartiments d'un même fonds.

7 Les fonds monétaires

La place des fonds monétaires dans la gestion française est fréquemment soulignée : alors que les OPCVM français représentent globalement moins de 20 % des OPCVM européens, les OPCVM monétaires français représentent 43 % de l'encours européen de ce type de produits (selon les statistiques de la Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement - FEFSI).

La nouvelle directive européenne a donné l'occasion de clarifier au sein du décret n° 89-623 modifié un certain nombre de questions clés pour la gestion monétaire : l'utilisation des TCN et plus généralement les critères d'éligibilité des instruments du marché monétaire non cotés, l'utilisation des dépôts bancaires et des prises en pensions.

En parallèle, il faut noter que :

- le retour à une juste valorisation de certains OPCVM monétaires, qui avait fait l'objet d'un travail de place au premier semestre 2002 en raison, en particulier, de l'utilisation d'*asset swaps*, s'est achevée sans accident majeur au 31 décembre 2003 grâce notamment à une évolution favorable des marchés et des « *spreads* » ;
- le travail sur le nouveau prospectus a été l'occasion d'améliorer les conditions d'information des investisseurs en distinguant :
  . les fonds monétaires réguliers, qui du fait des instruments utilisés et des contraintes de gestion (notation, duration…) ne présentent aucune volatilité ;
  . les fonds monétaires qui cherchent à améliorer leur performance par une certaine exposition au risque de crédit mais au prix d'une certaine volatilité ;
  . les fonds appelés fréquemment monétaires dynamiques qui ajoutent une exposition diversifiée (par exemple actions, fonds alternatifs ou arbitrage de convertibles) à une dominante monétaire. Ces fonds sont normalement classés en OPCVM diversifiés.

C La tenue du passif et la centralisation des ordres dans les OPCVM

La mise en évidence dans des fonds d'investissement américains d'opérations d'arbitrage de la valeur liquidative contre la valeur de marché (*market timing*) et de souscriptions hors délais (*late trading*) a amené l'Autorité des marchés financiers à interroger en fin d'année 2003 les 40 principaux gérants actions de la place sur leurs pratiques en matière de valorisation et de gestion du passif des OPCVM et sur les dispositions qu'ils avaient prises pour limiter les risques de *market timing* et de *late trading* sur ces derniers. Ces 40 sociétés représentaient les deux tiers des OPCVM actions et 86 % des encours correspondants.

Les opérations d'arbitrage sur valeur liquidative (*market timing*) consistent à prélever au détriment du porteur ordinaire, un écart entre la valorisation comptable du fonds, qui est la valorisation sur laquelle entrent et sortent les souscripteurs, et sa vraie valeur de marché (« *fair value* »). De telles opérations réduisent donc la performance de l'OPCVM pour la communauté des porteurs.

43 *Trackers*, également appelés ETF – *Exchange Traded Funds*. Euronext leur a dédié un segment de marché appelé « Nextrack ».

44 incluant les compartiments actions de pays de la zone euro et actions des pays de la communauté européenne.

Le fait pour une société de gestion ou une société liée de favoriser la réalisation de telles opérations est contraire aux dispositions l'obligeant à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs des OPCVM.

Les opérations de souscriptions hors limite (*late trading*) consistent à accepter des ordres de souscription ou de rachat sur un fonds d'investissement après l'heure limite d'acceptation des ordres, fixée dans le prospectus. Elles permettent donc à l'investisseur d'acheter ou de vendre des parts sur la base de prix périmés car ne tenant pas compte des événements ou informations postérieurs à l'heure d'établissement de ce prix. Comme pour le *market timing*, de telles pratiques réduisent la performance de l'OPCVM pour la communauté des porteurs.
Le *late trading* est généralement contraire aux dispositions de la notice d'information de l'OPCVM relatives aux conditions de souscription/rachat.
Par ailleurs, comme pour le *market timing*, le fait pour une société de gestion ou une société liée de favoriser de telles opérations est contraire aux règles de bonne conduite l'obligeant à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de l'OPCVM.

Le risque de telles opérations dans les OPCVM de droit français est en principe limité par les facteurs suivants :

- les diligences et la responsabilité du dépositaire dans le contrôle des opérations de l'OPCVM ;
- les règles applicables aux sociétés de gestion relatives en particulier à la primauté de l'intérêt des porteurs de parts et à l'égalité de traitement entre eux ;
- les efforts des sociétés de gestion qui ont cherché depuis le début des années 1990 à adapter au mieux les règles de valorisation des OPCVM aux conditions de souscription et de rachat ;
- la nature du risque d'arbitrage, celui-ci étant concentré sur des fonds investis en actions cotées sur des marchés affectés par un décalage horaire significatif. Ce risque a été amplifié aux États-Unis par la taille des fonds actions, par le développement des fonds non régulés (*hedge funds*), par les conditions d'application de la règle générale de « *cut-off time* » qui majore l'impact du décalage horaire avec les grandes places asiatiques de cotation.

Les réponses apportées par les sociétés de gestion au questionnaire n'ont pas révélé de dysfonctionnements majeurs. L'AMF a néanmoins décidé de mener des contrôles approfondis et ciblés, sur place et sur pièces, afin de confirmer cette première évaluation.

De manière générale, la prévention du risque d'arbitrage, replacée dans le cadre plus général de la tenue de passif des OPCVM[45] doit amener la profession et l'autorité de régulation à améliorer et à préciser les règles d'achat, de vente et de valorisation des parts d'OPCVM, ceci afin de prévenir tout risque opérationnel ou de conflit d'intérêts (organisation du contrôle interne, gouvernance du fonds, ségrégation des fonctions). Un travail de place et une modification de la réglementation permettront, le cas échéant, de clarifier les conditions de tenue du passif des OPCVM.

4
L'ÉPARGNE SALARIALE

A
Les OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SICAVAS)

1
Les agréments délivrés en 2003

En 2003, la COB puis l'AMF ont agréé la création de 272 nouveaux fonds (FCPE), contre 312 en 2002, et la transformation de 2 073 FCPE existants, contre 948 en 2002.

Au cours de l'année, 375 FCPE ont fait l'objet d'une fusion, contre 171 en 2002. Au 31 décembre 2003, le nombre de FCPE était de 3 352, contre 3 600 au 31 décembre 2002. Il existe une SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS) en activité.

Le nombre de fusions et de transformations a été particulièrement élevé cette année en raison de restructurations de gammes, de la suppression de nombreux FCPE d'encours modeste dédiés à une entreprise au profit de fonds multi-entreprises, et de la poursuite des mises à jour des documents d'information des fonds avec l'ensemble des textes d'application issus de la réforme amorcée en 2001.

Sur les 3 352 FCPE recensés, 2 553 sont des fonds réservés aux salariés d'une entreprise ou d'un groupe et 799 sont des fonds multi-entreprises.

2
L'évolution et la répartition des encours

L'encours global des FCPE est passé de 47,43 milliards d'euros, fin 2002 à 56,02 milliards d'euros au 31 décembre 2003, soit une hausse de plus de 18 % après une baisse de 10,8 % en 2002.

Cette évolution ne s'explique pas par une augmentation des collectes nettes, puisque selon les déclarations des sociétés de gestion celles-ci ont augmenté de moins de 1 % par rapport à l'année précédente. L'actif total des FCPE étant, à plus de 40 %, investi en actions de grandes entreprises, l'évolution précitée résulte plus d'un effet ciseau entre, d'une part, une hausse des rachats supérieure à 16 % par rapport à 2002, et d'autre part, l'évolution positive des marchés boursiers en 2003.

L'évolution de la répartition des encours montre une augmentation substantielle des titres cotés de l'entreprise (+ 4,2 milliards d'euros) et des placements en OPCVM (+ 2,3 milliards d'euros).

L'augmentation de l'encours placé en titres cotés de l'entreprise résulte de l'effet mécanique de l'augmentation des marchés et non d'une collecte positive. On note également la poursuite d'une tendance à une plus grande diversification des portefeuilles, notamment par une ré-allocation des actifs en faveur des titres de créance négociables en euros.

45 C'est-à-dire de la centralisation des ordres de souscription/rachat et de la tenue de compte émetteur.

ÉVOLUTION DES VERSEMENTS ET DES RACHATS DANS LES FCPE ENTRE 1999 ET 2003

	1999		2000		2001		2002		2003	
Versements et rachats FCPE	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Réserve spéciale de participation	2 693	35,4	3 040	36,2	3 648	45,6	3 532	44,5	3 493	43,6
Versements des salariés et intéressement	4 205	55,3	4 580	54,6	3 397	42,5	3 454	43,6	3 533	44,2
Versements complémentaires	707	9,3	775	9,2	956	11,9	944	11,9	978	12,2
TOTAL DES VERSEMENTS BRUTS	7 605	100,0	8 395	100,0	8 001	100,0	7 930	100,0	8 004	100,0
TOTAL DES RACHATS	8 671	87,7	8 254	98,3	7 764	97,0	7 024	88,6	8 157	101,9
Souscriptions nettes	934		141		237		906		-153	

Source : AMF

RÉPARTITION DES ENCOURS DES FCPE PAR TYPE D'INSTRUMENT FINANCIER

Évolution des actifs nets (en milliards d'euros)	1999	2000	2001	2002	2003
Titres de l'entreprise	24,2	28,6	26,6	22,0	26,5
- dont actions cotées	20,5	24,2	22,0	17,5	21,7
- dont actions non cotées	2,0	2,5	2,8	2,6	2,8
- dont obligations	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
OPCVM	9,4	10,9	10,0	12,5	14,8
Actions et assimilées	11,4	10,8	11,7	7,5	7,7
Produits de taux et liquidités	5,6	4,4	4,9	5,4	7,0
Actif net	50,54	54,78	53,19	47,43	56,02

Source : AMF

B
Les évolutions

1
La séparation du métier de la tenue de compte-conservation de celui de la gestion financière

Instaurée par la décision n° 2002-03 du CMF relative à la tenue de compte-conservation de parts ou actions d'OPCVM d'épargne salariale, la séparation des métiers est devenue effective et obligatoire le 1er janvier 2004. A cette occasion, la plupart des sociétés de gestion d'épargne salariale ont dû mettre en place une organisation adaptée.

Un nombre important de sociétés de gestion dont le corps de métier était historiquement la tenue de compte-conservation s'est ainsi recentré sur cette activité confiant dans le même temps la gestion pour le compte de tiers à une filiale ou à une maison sœur. C'est le cas, par exemple, de Natexis Interépargne, Crédit Industriel et Commercial Épargne Salariale, Crédit Agricole Épargne Longue des Salariés, Crédit Mutuel Participation, Fongépar et Prado Épargne.

D'autres acteurs de l'épargne salariale confiaient d'ores et déjà l'activité de tenue de compte-conservation à une filiale spécialisée. Il s'agit, par exemple, de BNP Paribas Épargne Entreprise ou Crédit Lyonnais Epargne Entreprise.

Il convient en outre de noter que AXA Investment Managers Paris a filialisé l'activité de tenue de compte-conservation et que Société Générale Asset Management recourt à la banque Société Générale, ces deux teneurs de compte-conservateurs utilisant par ailleurs une plate-forme informatique commune.

2
Le suivi de la réforme relative à l'épargne salariale : l'instruction COB du 17 juin 2003

La Commission des opérations de bourse a adopté le 17 juin 2003 une nouvelle instruction relative aux OPCVM d'épargne salariale pour tenir compte ou intégrer les évolutions suivantes :

- la décision n° 2002-03 du CMF relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ;
- la notion de total de frais sur encours (TFE) recommandée par le Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, rédigé par le groupe de travail présidé par Monsieur Philippe Adhémar ;
- des précisions ou corrections apportées au texte du 20 décembre 2001[46] (notamment sur les modalités de composition et de fonctionnement des conseils de surveillance ainsi que divers aménagements techniques relatifs par exemple à la valorisation des titres non cotés de l'entreprise).

46 Instruction du 20 décembre 2001 relative aux OPCVM d'épargne salariale prise en application du règlement COB n° 89-02.

2/a
La tenue de compte-conservation dans les dispositifs d'épargne salariale

L'instruction du 17 juin 2003 a harmonisé les textes de la COB et du CMF réaffirmant dans le même temps le principe de séparation des deux activités. Le texte précise ainsi le rôle du teneur de compte-conservateur dans la réception des instructions de souscription et de rachat, leur traitement et l'initiation de leur versement ou règlement.

2/b
Le total des frais sur encours (TFE)

L'instruction du 17 juin 2003 introduit le concept de total des frais sur encours (TFE) dans le domaine de l'épargne salariale. Le TFE, qui regroupe l'ensemble des frais à la charge du fonds, comprend notamment les frais de gestion financière, administrative, comptable, les frais de conservation, de distribution, les honoraires du commissaire aux comptes et le coût lié à la garantie. Ce TFE, affiché en pourcentage maximum de l'actif net, doit être présenté toutes taxes incluses.

Cette insertion vient renforcer la volonté d'assurer une totale transparence des coûts supportés *in fine* par les porteurs.

2/c
Les conseils de surveillance des FCPE

Concernant les FCPE créés en application d'un accord de participation, d'un plan d'épargne interentreprises[47] ou d'un plan partenarial d'épargne salariale volontaire interentreprises[48] négociés dans le cadre d'une convention collective de branche ou d'accords professionnels ou interprofessionnels, les signataires de l'accord sont autorisés à désigner les membres du conseil de surveillance. Cette mesure devrait permettre une meilleure prise en compte du développement de l'épargne salariale au travers de la négociation collective.

Pour les FCPE « multi-entreprises » créés en application de plans d'épargne salariale mono-entreprise (plan d'épargne d'entreprise[49], plan partenarial d'épargne salariale volontaire[50]), l'instruction prévoit la possibilité pour les conseils de surveillance de mandater certains de leurs membres afin de constituer un « conseil de surveillance restreint ». Cette faculté apporte une réponse aux difficultés souvent rencontrées dans l'organisation et la tenue de conseils de surveillance qui peuvent rassembler plusieurs centaines de membres.

2/d
La valorisation des titres de créance de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé

L'instruction renforce les diligences nécessaires à l'agrément d'un FCPE investi en titres de créance de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé en rendant obligatoire la nomination d'un expert indépendant responsable de l'établissement d'une méthode de valorisation desdits titres. Cette rédaction reprend l'esprit de la loi de février 2001 sur la valorisation des titres donnant accès au capital de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé.

5
LE CAPITAL INVESTISSEMENT

A
Les fonds communs de placement à risques (FCPR)

Au 31 décembre 2003, il existait 445 FCPR en activité (dont 123 fonds communs de placement dans l'innovation, FCPI, et 5 fonds d'investissement de proximité, FIP) contre 368 FCPR au 31 décembre 2002. La somme totale de l'actif net sous gestion dans ce type de véhicule s'élèvait à 10,81 milliards d'euros en quasi stagnation (+ 1,41 %) par rapport à l'année précédente (10,67 milliards d'euros au 31 décembre 2002).

En 2003, les libérations d'engagement de souscription ont représenté 2,2 milliards d'euros et les fonds nouvellement créés ont collecté plus d'un milliard d'euros (dont 338,5 millions d'euros pour les FCPI et 13,1 millions d'euros pour les FIP). Dans le même temps, il a été constaté une baisse des actifs nets[51] de plus de 3 milliards d'euros dont les raisons diverses (enregistrements de provisions comptables dues à une dégradation de la situation des entreprises, rachats de parts, remboursements d'actifs ou encore liquidation) ne permettent pas de dresser des conclusions définitives sur la performance des produits.

34 fonds communs de placement à risques, parmi lesquels 24 FCPI et 5 FIP, ont été agréés au cours de l'année. En outre, 43 créations de fonds communs de placement à risques bénéficiant d'une procédure allégée ont été déclarés au régulateur.

Tout type de FCPR confondus, les produits créés en 2003 totalisent une levée de fonds de 3,5 milliards d'euros.

Au cours de l'année 2003, seules 5 sociétés ont reçu un agrément en qualité de société de gestion de portefeuille limité au capital investissement, contre 14 en 2002.

B
Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)

Créés par le législateur en 1997, les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ont pour objectif d'orienter l'épargne publique vers un investissement dans de jeunes entreprises innovantes en échange d'un double avantage fiscal : une réduction d'impôt à l'entrée[52] et une exonération des plus-values.

En contrepartie de ces avantages fiscaux, les FCPI doivent respecter un quota d'investissement de 60 %

47
PEI.

48
PPESVI.

49
PEE.

50
PPESV.

51
Hors appel de fonds et création de FCPR, FCPI ou FIP.

de leur actif en titres « innovants », définis comme des titres émis par des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés et qui remplissent l'une des conditions suivantes :

- avoir réalisé, au cours des trois exercices précédents, des dépenses cumulées de recherche d'un montant au moins égal au tiers du chiffre d'affaires le plus élevé réalisé au cours de ces trois exercices ;
- justifier de la création de produits, procédés ou techniques dont le caractère innovant et les perspectives de développement économique sont reconnus, ainsi que le besoin de financement correspondant. Cette appréciation est effectuée pour une période de trois ans par un établissement public compétent en matière de valorisation de recherche, l'ANVAR[53].

1 Une collecte en légère diminution mais une souscription cumulée en hausse

L'année 2003 a été marquée par un double mouvement : d'une part, une diminution du nombre des créations de nouveaux produits et, d'autre part, un tassement de l'encours levé total et de l'encours moyen levé par fonds. Le montant global des souscriptions de FCPI représentait ainsi 338,5 millions d'euros en 2003, contre 370 millions d'euros en 2002. Le graphique 1 traduit l'affaiblissement de la collecte.

2 Des rythmes d'investissement dispersés

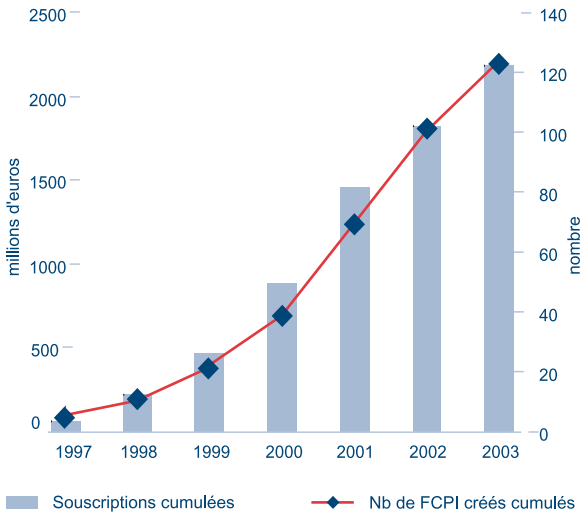
Comme les autres FCPR, les FCPI disposent d'un délai de deux exercices[54], auquel s'ajoute éventuellement un délai supplémentaire de 6 mois, pour investir leur actif à hauteur de 60 % en titres « innovants ».

Le graphique 2 ci-après présente le niveau d'investissement en titres éligibles d'un échantillon de 20 FCPI en fonction du nombre de mois d'existence.

S'il apparaît qu'une forte accélération du niveau d'investissement se fait à l'approche de la date butoir de respect du quota, le nuage de points montre également une très grande dispersion des niveaux constatés entre les différents fonds étudiés.

À travers différentes études, la COB a relevé que certains fonds présentent des niveaux d'investissement très faibles alors même que l'échéance pour atteindre le quota d'investissement est proche. Sans préjuger des niveaux d'investissement à venir mais face à ces situations potentiellement problématiques (risque de requalification fiscale du FCPI et des porteurs de parts), la COB a exigé des sociétés de gestion demandant l'agrément d'un nouveau FCPI en 2003 d'apposer sur les notices d'information de ces nouveaux produits un avertissement spécifique mentionnant les niveaux d'investissement des fonds créés lors des trois années précédentes et rappelant en outre que les sociétés de gestion disposent d'un délai de deux exercices pour atteindre le quota d'investissement. Cette information a été obligatoirement reprise dans les documents commerciaux.

Graphique 1 : Évolution du nombre de FCPI et des souscriptions cumulées



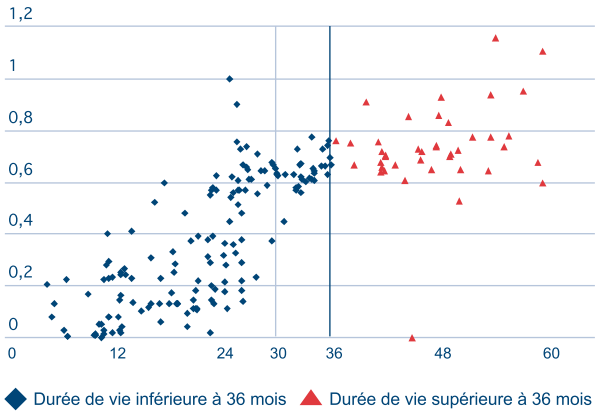
3 Une plus grande transparence de l'information

En parallèle, et dans le prolongement du rapport de la COB établi par le groupe de travail présidé par Philippe Adhémar sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, le régulateur a demandé aux sociétés de gestion d'améliorer la qualité de l'information dans les domaines suivants :

- une définition plus précise de l'orientation de gestion pour la partie d'investissement non incluse dans le quota de titres éligibles (40% pour les FCPI) ;
- une information sur la qualité des personnes pouvant souscrire des parts donnant droit à une quote-part des plus-values réalisées par le fonds (parts dites de *carried interest*) ;
- les méthodes de valorisation des titres détenus ;
- les frais de fonctionnement et gestion avec l'insertion d'un tableau récapitulatif de tous les frais à la charge du fonds.

L'objectif est d'améliorer la qualité de l'information communiquée aux souscripteurs afin de leur permettre notamment de comparer les produits proposés par les différents prestataires.

Graphique 2 : Rythme d'investissement des FCP



52 La réduction d'impôt à l'entrée correspond à 25 % des sommes investies dans la limite d'un plafond de 12 000 euros pour une personne seule et de 24 000 euros pour un couple marié.

53 Agence nationale de la valorisation de la recherche.

54 Soit potentiellement 30 mois : un premier exercice de 18 mois, un deuxième exercice de 12 mois.

C
Les fonds d'investissement de proximité (FIP)

1
La législation applicable

Créés par la loi n° 2003-721 du 1er août 2003 pour l'initiative économique, les fonds d'investissement de proximité (FIP)[55] sont des FCPR ayant vocation à favoriser le développement des petites et moyennes entreprises régionales. Pour ce faire, ils doivent investir 60 % au moins de leur actif dans des titres d'entreprises qui remplissent certaines conditions en termes de localisation de leur activité, de taille et d'objet social.

En contrepartie, l'investissement dans un FIP pendant une durée minimale de 5 ans donne à ses souscripteurs un double avantage fiscal constitué d'une réduction d'impôt égale à 25 % des sommes investies dans la limite de 12 000 euros pour une personne seule et de 24 000 euros pour un couple marié et d'une exonération des plus-values.

Le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003[56] a étendu aux FIP le champ d'application des dispositions relatives aux règles d'appréciation des quotas d'investissement, des cessions et des limites de détention des actifs des autres FCPR. Il a en outre créé, au sein du décret n° 89-623, une section 4 intitulée « Dispositions particulières aux fonds d'investissement de proximité » visant notamment à définir les critères permettant de déterminer si une entreprise exerce son activité principalement dans la zone géographique choisie par le FIP.

Pour être éligible à l'actif d'un fonds d'investissement de proximité, une entreprise doit ainsi remplir les deux conditions suivantes :

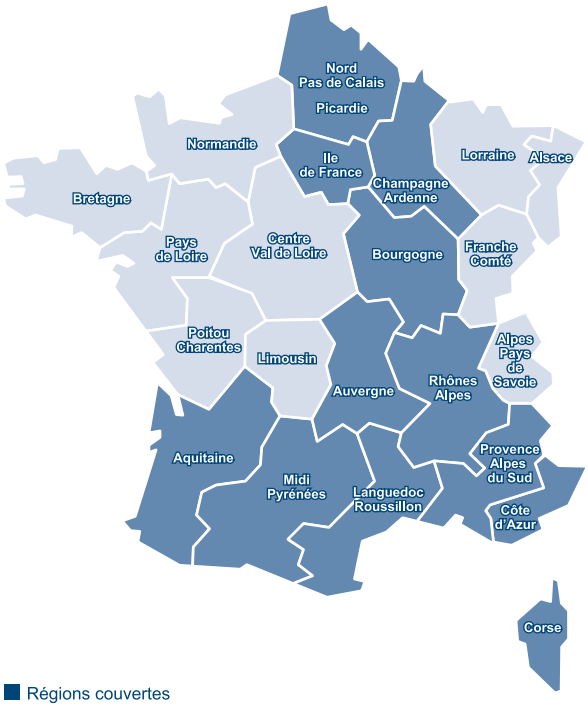
- d'une part, posséder, dans ladite zone géographique, un ou plusieurs établissements dont l'installation présente un caractère de permanence[57].
- d'autre part, lesdits établissements doivent, par comparaison avec les autres établissements de l'entreprise situés dans d'autres zones géographiques couvertes par un autre FIP qui n'aurait pas déjà investi dans l'entreprise, soit réaliser un chiffre d'affaires aussi important, soit avoir un nombre d'emplois permanents au moins égal, soit représenter en terme d'investissement un montant plus élevé d'immobilisations brutes.

La deuxième condition est remplie si deux des critères (chiffre d'affaires, emplois, immobilisations brutes) sont satisfaits.

2
La couverture géographique

Au 31 décembre 2003, 5 FIP avaient été agréés par la COB puis l'AMF. Ces fonds couvrent les régions surlignées sur la carte de France présentée ci-après :

Couverture de la France par les FIP



3
Un avertissement spécifique

Eu égard aux risques spécifiques attachés à ces nouveaux produits et en vue de les différencier des autres véhicules de capital investissement, le régulateur a fait insérer dans les notices, règlements et documents commerciaux des FIP des avertissements distincts de ceux propres aux FCPR et aux FCPI.

Ces avertissements mettent en garde les souscripteurs contre quatre risques spécifiques :

- le caractère régional des investissements ainsi que la jeunesse des entreprises dans lesquelles le fonds devra investir ;
- les contraintes fiscales d'investissement et de conservation précitées qui peuvent être indépendantes de la durée de placement optimale ;
- la difficulté à évaluer précisément des entreprises non cotées ;
- le caractère illiquide des parts et sa conséquence sur leurs valeurs de cession ou de rachat.

55 Les FIP sont régis par les dispositions de l'article L. 214-41-1 du code monétaire et financier et celles du chapitre III du décret n° 89-623.

56 Modifiant le décret n° 89-623 du 23 décembre 1989.

57 Ce critère de permanence est déjà connu puisqu'il renvoie à la doctrine fiscale en matière de taxe professionnelle.

6 LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER

A L'évolution des sociétes civiles de placement immobilier (SCPI) en 2003

Au 31 décembre 2003, il existait 44 sociétés de gestion exerçant une activité de gestion de SCPI. Au cours de l'année 2003, 3 sociétés ont demandé à la COB le retrait de leur agrément, à la suite du transfert de la gestion de la SCPI qu'elles géraient à une autre société.

1 La collecte et l'encours

La collecte brute, somme de la collecte primaire et du montant des parts échangées sur le marché secondaire, s'est élevée à 1 023,5 millions d'euros, contre 574,6 millions d'euros en 2002.

La collecte primaire représente les augmentations de capital. 37 SCPI ont augmenté leur capital pour une levée de 826 millions d'euros en 2003, contre 401,3 millions d'euros en 2002.

Dans un contexte immobilier toujours favorable malgré un repli de l'immobilier professionnel, la collecte nette sur parts de SCPI a augmenté en 2003 de près de 106 % par rapport à 2002. Il faut toutefois nuancer ce constat positif :

- le montant en valeur absolue reste très marginal, qu'on le compare à l'encours (1,2 %) ou à la collecte des OPCVM à vocation générale (1,5 %) ;
- la collecte est pratiquement nulle sur les SCPI à capital fixe ;
- cette collecte reste très concentrée, elle est pour 50 % réalisée par quatre SCPI à capital variable promues par le même groupe.

Par ailleurs, le montant des échanges de parts intervenus par le biais du dispositif d'échange mis en place au quatrième trimestre de l'année 2002, obtenu en multipliant le nombre de parts échangées par le prix de souscription ou le prix d'exécution à la fin de l'année, ressort à 196,5 millions d'euros, contre 173,3 millions d'euros en 2002.

La capitalisation totale des SCPI, obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part au 31 décembre 2003 s'élève à 10,3 milliards d'euros, contre 8,9 milliards d'euros fin 2002.

Le prix de la part est défini comme étant, pour les SCPI à capital variable ou les SCPI à capital fixe en cours d'augmentation de capital (4 milliards contre 3 milliards en 2002) le prix de souscription et, pour les SCPI à capital fixe « fermées » (6,2 milliards contre 5,9 milliards en 2002), le dernier prix d'exécution du marché secondaire.

Après une forte baisse de l'encours affiché en 2002, qui résultait principalement des nouvelles modalités de détermination du prix des parts, l'encours des SCPI a augmenté cette année grâce à une collecte en hausse et l'intégration progressive par les experts immobiliers des effets de la conjoncture immobilière favorable.

2 La politique d'investissement

Les acquisitions réalisées en 2003 par les SCPI représentent un montant de 886,4 millions d'euros, contre 386,3 millions en 2002 et ont porté pour 69 % sur de l'immobilier de bureaux et pour 25 % en locaux commerciaux, respectivement situés pour 64 % et 82 % en région parisienne.

La collecte, essentiellement affectée à l'acquisition d'immeubles professionnels en 2003, devrait être pour partie affectée à des investissements en immobilier résidentiel en 2004. En effet, plusieurs projets de SCPI s'inscrivant dans le dispositif fiscal prévu par la loi urbanisme et habitat du 2 juillet 2003 ont d'ores et déjà été déposés auprès de l'Autorité.

Celle-ci s'attachera à mettre en exergue les risques spécifiques afférents à cette catégorie de placement.

Par ailleurs, la valeur vénale des SCPI ressort à la fin de l'année à 10,7 milliards d'euros contre 9,9 milliards en 2002. A périmètre constant, le montant de la valeur vénale du patrimoine des SCPI a augmenté de 8 % par rapport à l'année précédente, traduisant le bon comportement du marché immobilier sur la période récente.

(en milliards d'euros)

	CAPITALISATION 2002	IMPACT DISSOLUTION 13 SCPI	EFFET TRANSFORMATION VARIABLE EN FIXE	EFFET COLLECTE	EFFET PRIX	**CAPITALISATION 2003**
SCPI à capital fixe	5,87	- 0,16	0,07	-	0,24	6,3
SCPI à capital fixe ouverte	0,39	-	-	0,16	0,72	0,95
SCPI à capital variable	2,66	- 0,013	- 0,07	0,67	1,07	3,15
TOTAL	8,92	- 0,173	0	0,83	2,03	10,3

Source : AMF

3
Le marché secondaire

3/a
Les parts en attente de revente à fin 2002

À fin 2003, 122 500 parts étaient en attente de revente et représentaient 0,35 % de la totalité des parts de SCPI, contre 0,34 % à fin 2002.

Le stock de parts en attente de revente à la fin de l'année restait faible et identique à celui de 2002, ce qui traduit l'intérêt actuel des investisseurs pour l'immobilier.

3/b
L'activité du marché secondaire au cours de l'année

Au cours de cette année, 697 000 parts ont été échangées, contre 665 000 parts en 2002, ce qui représente 2 % de la totalité des parts, contre 2,1 % en 2002.

3/c
L'évolution du prix des parts

63 SCPI à capital fixe fermées ont vu leur prix augmenter, en moyenne de 14 % tandis que 11 ont connu une baisse, en moyenne de 7 %. Pour 17 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 4 % comme en 2002.

4
Les opérations concernant les SCPI

En 2003, la Commission a délivré 45 visas à des SCPI contre 10 en 2002 :

- 2 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
- 7 autres en raison de mises à jour de note d'information consécutives à des opérations de fusion et à des augmentations de capital de SCPI à capital fixe (5 visas) ;
- 36 dans le cadre de mises à jour résultant de la mise en place du dispositif d'échanges de parts.

Au 31 décembre 2003, le nombre de SCPI existantes s'élevait à 141, au lieu de 155 en 2002.

La tendance à la concentration des SCPI observée en 2000 et 2001 s'est fortement ralentie en 2003 : 3 SCPI ont été absorbées (contre 10 en 2002) par 1 SCPI (contre 4 en 2002). Ces fusions ont concerné 0,9 % de la capitalisation globale, après 9 % en 2002.

Les dissolutions se poursuivent : elles ont concerné 13 SCPI contre 14 en 2002, essentiellement des SCPI fiscales (64 % dont 77 % constituées dans le cadre du dispositif « Méhaignerie »).

À fin 2003, 47 SCPI étaient en cours de dissolution.

5
La non éligibilité des parts de SCPI à l'actif des OPCVM

Dans le cadre de la transposition de la directive 2001/107/CE, la loi de sécurité financière a défini les instruments financiers éligibles à l'actif des OPCVM. Parmi eux ne figurent pas les parts de sociétés civiles de placement immobilier.

En revanche, l'éligibilité de ces instruments à l'actif des OPCVM contractuels sera examinée en concertation avec les associations de professionnels des SCPI et de la gestion financière.

6
Le démarchage

Dans le cadre de la réforme du démarchage sur instruments financiers définie par la loi de sécurité financière du 1er août 2003, la possibilité de procéder au démarchage sur des parts de SCPI a été maintenue sous réserve que les statuts des SCPI concernées prévoient de limiter la responsabilité des porteurs de parts au seul montant de leurs apports.

Jusqu'alors fixée à deux fois le montant des apports par le code monétaire et financier, la responsabilité peut donc désormais être réduite par les statuts des SCPI.

7
L'acquisition d'immeubles en nue-propriété ou en viager

À l'occasion d'un dossier individuel, l'Autorité des marchés financiers s'est prononcée sur la possibilité pour une SCPI d'acquérir des immeubles en nue-propriété et en viager.

Elle a considéré cette demande comme possible sous réserve des conditions suivantes :

- la société de gestion s'est assurée auprès de la Direction de la législation fiscale que ces investissements n'ont pas pour effet de remettre en cause son régime fiscal ;
- la SCPI doit se voir attribuer le droit de mise en location des immeubles dans le cadre d'une acquisition en nue-propriété ;
- l'acquisition d'immeubles en « viager » est limitée aux seuls « viagers libres » ;
- un avertissement du régulateur est apposé sur la note d'information de la SCPI afin d'attirer l'attention des investisseurs sur les spécificités de la politique d'investissement.

B
La réglementation

1
Le code de bonne conduite

La loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 a doté la COB du pouvoir d'édicter des règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de SCPI.

L'AMF a élaboré un projet de règlement de bonne conduite qui sera prochainement discuté avec les professionnels et devrait être finalisé dans le courant de l'année 2004.

Reprenant de nombreux principes figurant dans le code de bonne conduite établi par l'ASPIM[58] en 2001, le projet mettra principalement l'accent sur :

- la prévention des conflits d'intérêts à l'occasion des investissements et autres actes de gestion immobilière ;
- l'autonomie et les modalités de fonctionnement des conseils de surveillance qui constituent des organes de contrôle essentiels ;
- les modalités de commercialisation des parts de SCPI et notamment la présentation des performances.

2 Les perspectives

Compte tenu des évolutions récentes de la réglementation, principalement la mise en place d'un dispositif d'échange destiné à fluidifier le marché secondaire et l'assouplissement des possibilités d'arbitrage sur immeubles, l'AMF envisage d'analyser, en relation avec les professionnels, le système de commissionnement existant, dans la perspective d'une réforme éventuelle.

Par ailleurs, les professionnels et les autorités ont constaté que l'épargne française, notamment par le biais des SCPI, joue un rôle peu significatif dans le financement de l'immobilier français, par comparaison aux investisseurs institutionnels étrangers, tels que ceux présents en Allemagne ou aux États-Unis.

Ainsi, l'encours des SCPI ne se développe que très faiblement au regard du gisement d'actifs immobiliers existant sur le marché français.

Une réflexion a donc été lancée afin de déterminer les raisons d'une telle situation et le cas échéant, d'émettre des propositions visant à favoriser le développement de l'épargne immobilière collective française.

7 LES AUTRES VÉHICULES

A Les fonds communs de créances

6 sociétés de gestion bénéficient d'un agrément délivré par la COB. Ce chiffre n'a pas varié au cours de l'année 2003.

1 Les émissions des fonds communs de créances

Au titre de l'année 2003, 27 fonds communs de créances et compartiments ont été créés (contre 35 en 2002) parmi lesquels trois ont fait ou ont fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 5 en 2002).

Ces FCC ont émis 12,3 milliards d'euros (contre 18,7 en 2002), dont 3,5 milliards d'euros dans le cadre d'un appel public à l'épargne (FCC « publics ») (contre 5,6 en 2002).

58 ASPIM : Association professionnelle des sociétés civiles de placement immobilier.

2 Les fonds et compartiments enregistrés et leurs opérations

La COB a enregistré, au cours de l'année, 3 FCC dont 2 à compartiments ainsi que leur premier compartiment respectif. Ces fonds ont vocation à accueillir des créances résultant de crédits immobiliers à des particuliers pour l'un, d'encours sur cartes de crédit pour le second et d'une créance unique correspondant à un financement bancaire « *corporate* » pour le troisième.

Ce dernier fonds présente une structuration originale et innovante. En effet, le prêt bancaire titrisé est adossé aux produits générés par l'activité de service de location de l'entreprise débitrice, c'est-à-dire que les paiements en intérêts et principal dus aux porteurs de parts leur sont versés au fur et à mesure que la société financée perçoit les produits résultant de son activité habituelle.

Ce type d'opération de type « *whole business securitization* », relativement complexe, peut permettre à une société de se doter d'une source de financement pérenne de ses activités de location de photocopieurs.

Les parts émises par ces FCC ont représenté respectivement 790 millions d'euros, 194 millions d'euros et 398 millions d'euros.

En outre, la COB a enregistré le second compartiment d'un fonds créé en 2002 qui a donné lieu à l'émission de parts pour un montant de 438 millions d'euros.

Enfin, un fonds commun de créances enregistré par la COB en 2002, doté de la faculté d'émettre des parts en cours de vie, a procédé à deux émissions de parts en contrepartie de créances résultant des prêts immobiliers, pour un montant total de 1 780 millions d'euros.

L'ensemble de ces opérations (6) a fait l'objet d'un visa en vue de l'admission aux négociations des parts à la bourse de Paris.

3 Les encours

Au 31 décembre 2003, il existait 179 FCC (contre 169 fin 2002) qui représentaient un encours global de 62,1 milliards d'euros (contre 55 milliards fin 2002), dont 18 milliards d'euros (soit 29 %) correspondent aux 60 FCC ayant fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 17,3 milliards et 58 FCC fin 2002).

4 L'évolution du cadre juridique

Créé en 1988, le fonds commun de créances est un produit strictement réglementé, doté d'un cadre juridique très précis et inchangé depuis 1998.

Toutefois, une analyse plus approfondie des montages et du marché de la titrisation a conduit les professionnels et les autorités à proposer plusieurs évolutions du cadre juridique du FCC.

Des modifications significatives ont donc été introduites par la loi de sécurité financière du 1er août 2003 afin :

- de sécuriser le fonctionnement du FCC, en particulier des flux versés au titre des créances qu'il détient, notamment au travers d'un compte spécial d'affectation ;
- d'élargir les fonctionnalités du FCC (émission de titres de créance, recours à des dérivés de crédit, régime des cessions de créances) afin de favoriser la réalisation au moyen de cette structure réglementée d'opérations de titrisation s'effectuant actuellement à travers des véhicules contractuels, souvent localisés *off-shore* ;
- d'étendre le champ des établissements pouvant exercer les fonctions de dépositaire de FCC aux établissements de crédit n'ayant pas leur siège social en France, et renvoyer au règlement général de l'AMF la définition de leur rôle et de leurs responsabilités.

La loi de sécurité financière renvoie à un décret concernant les modalités et conditions :

- de fonctionnement du compte spécialement affecté au profit du fonds sur lequel les créanciers de l'établissement recouvreur ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances ;
- de conservation des créances par le cédant ou l'organisme chargé du recouvrement des créances ;
- d'émission de titres de créance par les FCC ;
- de conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme et de détention de liquidités ;
- de cession de créances non échues ou déchues leur terme.

Les modifications apportées au décret n° 89-158 du 9 mars 1989 doivent permettre de mettre en place un dispositif suffisamment souple pour donner effet aux récentes modifications législatives, sans pour autant remettre en cause la sécurité apportée par ce support d'investissement.

Concernant les quatrième et cinquième points, il s'agit notamment de donner au FCC des possibilités équivalentes à celles dont bénéficient les fonds de type *Collateralized Debt Obligations*, notamment pour la réalisation d'opérations de titrisation « synthétique ».

Le direction du Trésor, la Banque de France, la Commission bancaire et l'AMF se sont accordés sur un certain nombre d'orientations qui seront discutées avec les professionnels dans le cadre d'un groupe de travail de Place, réunissant notamment arrangeurs, gestionnaires, cabinets juridiques et agences de notation.

B

Les sociétés d'épargne forestière (SEF)

La société d'épargne forestière a été créée par la loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 dans le cadre d'un important dispositif d'incitations financières à l'intérieur duquel figurent des dispositions encourageant les investissements forestiers.

Un décret d'application élaboré en collaboration avec les services du ministère de l'agriculture et de la pêche, ceux du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie (direction du Trésor et direction de la législation fiscale) et les professionnels (ASFFOR[59]), est paru au Journal officiel du 31 janvier 2003 sous le n° 2003-82.

Il établit une distinction entre SEF faisant ou non publiquement appel à l'épargne, soumettant les premières à des dispositions particulières en matière de répartition géographique des éléments de patrimoine forestier et d'expertise forestière.

À l'image des SCPI, dont s'inspire leur régime juridique, les SEF faisant appel public à l'épargne sont désormais encadrées par un règlement de la COB.
Le règlement COB n° 2003-05 et son instruction d'application de novembre 2003 reprennent très largement les dispositions du règlement COB n° 94-05 et de son instruction d'application.

Toutefois, les règles applicables aux SEF se distinguent notamment par :

- des modalités d'information différentes : information annuelle et une information intermédiaire dont le contenu est adapté aux spécificités des actifs forestiers et du métier de gestion forestière ;
- des modalités de calcul spécifiques de la commission de gestion. Plafonnée par l'application d'un taux maximum à la valeur des actifs gérés, elle peut se composer de plusieurs commissions calculables à partir de taux et assiettes différents selon la nature des actifs ou et des actes de gestion ;
- des règles d'information relatives aux investissements en liquidités qui peuvent représenter jusqu'à 40 % de l'actif d'une SEF. Les statuts et la note d'information doivent préciser la part de l'actif investie en liquidités, les limites dans lesquelles elle peut évoluer et, le cas échéant, les conditions dans lesquelles ces liquidités peuvent être affectées au remboursement de parts.

Par ailleurs, elles prévoient une procédure d'agrément spécifique pour les sociétés de gestion de SEF, notamment un délai d'instruction de 60 jours avec délivrance de l'avis préalable du CNPPF[60] 15 jours avant le terme de ce délai.

Enfin, elles précisent également les conditions de délivrance de l'agrément du régulateur dans le cas d'une fusion entre SEF et groupements forestiers.

À ce jour, aucune société de gestion de SEF n'a été agréée.

59
ASFFOR : Association des sociétés et groupements fonciers et forestiers.

60
Centre National Professionnel de la Propriété Forestière, établissement public placé sous la tutelle du ministre chargé des forêts, ayant notamment compétence pour encadrer les centres régionaux de la propriété forestière et regroupant les principaux représentants des professions forestières.

C
Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

La COB a délivré 10 visas en 2003, contre 6 en 2002, à l'occasion de la constitution de SOFICA par appel public à l'épargne.

Une SOFICA n'a pu être constituée faute d'avoir pu recueillir le montant minimal des souscriptions fixées par les fondateurs qui s'étaient engagés dans ce cas à rembourser aux investisseurs les sommes collectées. Toutefois, après acceptation de la Direction générale des impôts et de tous les souscripteurs, les fondateurs ont décidé de transférer les souscriptions recueillies vers une autre SOFICA du même groupe, constituée également par appel public à l'épargne.

Les 9 SOFICA ont collecté 41 millions d'euros, montant en hausse de 17,5 % par rapport à 2002 où la collecte était égale à 34,9 millions d'euros. 5 d'entre-elles disposent d'un mécanisme de garantie de rachat.

Toutefois, 2 font l'objet d'un engagement de rachat de la part d'une société de production, non garanti par un établissement bancaire. L'AMF a attiré l'attention des investisseurs sur ce point à travers un avertissement.

D
Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

Ces sociétés anonymes ont pour objet exclusif l'achat en copropriété de navires de pêche exploités de façon directe et continue par des artisans pêcheurs ou des sociétés de pêche artisanale répondant à certaines conditions.

Elles s'inscrivent dans le dispositif de déduction fiscale prévu par l'article 27 de la loi n° 97-1051 du 18 novembre 1997 sur la pêche maritime et les cultures marines.

Le régulateur a délivré 4 visas en 2003 comme en 2002, à l'occasion de la constitution de SOFIPÊCHE par appel public à l'épargne.

Les montants recueillis auprès du public s'élèvent à 5,9 millions d'euros, montant équivalent à celui de 2002.

Pour chacune des SOFIPÊCHE constituées, des garanties de rachat ont été accordées par des établissements bancaires ; elles portent soit sur les actions de la SOFIPÊCHE soit sur les parts de copropriété de navires que détient la SOFIPÊCHE.

E
Les biens divers

En 2003, la COB n'a délivré aucun numéro d'enregistrement de documents d'information portant sur les placements en biens divers dans le cadre des articles L. 550-1 à L. 550-5 du code monétaire et financier.