

L'activité du secteur s'est traduite par trois évolutions principales :

- une stabilité du nombre d'agréments des sociétés de gestion à un niveau élevé. Ce niveau est essentiellement dû à la création d'acteurs dans des activités spécifiques, telles que le capital investissement ou la multigestion ;
- une forte hausse du nombre de créations de fonds communs de placement (+14 % par rapport à l'année précédente), principalement de fonds communs de placement diversifiés et de fonds communs de placements d'entreprises (FCPE) (+20 %). En revanche, le nombre de créations de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), d'autorisations de commercialisation d'OPCVM européens et de transformations d'OPCVM à vocation générale a diminué ;
- un très fort ralentissement de la croissance de l'encours des OPCVM. Au 31 décembre 2001, l'encours des OPCVM généraux s'établit à 800 milliards d'euros, contre 766 milliards d'euros une année auparavant.

Simultanément à l'agrément des sociétés de gestion et des produits, la Commission a continué de veiller au respect de la réglementation par les acteurs concernés afin de permettre un développement durable du secteur de la gestion pour le compte de tiers.

Le cadre juridique de la gestion pour le compte de tiers a fait l'objet de nombreux développements en 2001 :

- au plan européen, une position commune a été arrêtée par les autorités communautaires sur le texte des deux directives réformant la directive n° 85/611/CEE ;
- la loi du 19 février 2001, dite "loi Fabius", devrait permettre un nouveau développement de l'épargne salariale. Elle renforce les droits des salariés et favorise la réorientation vers des placements à long terme de leur épargne. Le règlement n° 2001-04 de la Commission, modifiant le règlement n° 89-02 et l'instruction du 20 décembre 2001 relatifs à l'épargne salariale ont été adoptés pour tenir compte de cette nouvelle loi ;
- la loi du 9 juillet 2001 a créé les sociétés d'épargne forestière (SEF), a modifié l'organisation des échanges de parts des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et a autorisé la Commission à fixer les règles de bonne conduite des sociétés de gestion de SCPI. Concernant l'organisation des échanges de parts de SCPI, un projet de règlement de la Commission a été transmis, le 11 janvier 2002, pour homologation au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.

L'évolution permanente du cadre juridique de la gestion d'actifs doit répondre à une double préoccupation : d'une part, améliorer la transparence de la gestion et la protection des investisseurs, d'autre part, favoriser le développement de cette activité et améliorer son offre. Ce travail est mené en concertation étroite avec la profession et les instances représentatives, comme en témoignent :

- la modification des décrets n° 89-623 et n° 89-624 du 6 septembre 1989 ;
- la mise en place d'un code de déontologie relatif à la gestion pour le compte de tiers dans le secteur du capital investissement (fonds communs de placement à risques) ;
- la mise en place d'un groupe de travail sur les frais de gestion.

SYNTHÈSE DU RAPPORT DE LA GESTION D'ACTIFS FINANCIERS EN 2000

Afin de suivre le secteur de la gestion d'actifs pour le compte de tiers, la Commission dispose de fiches de renseignements annuels transmises par les sociétés de gestion de portefeuille, les sociétés de gestion d'OPCVM et les autres prestataires de services d'investissement exerçant une activité annexe de gestion pour le compte de tiers. Les données sont envoyées dans les quatre mois suivant la clôture de leur exercice, conformément à l'article 14 du règlement de la COB n° 96-02 qui précise le caractère obligatoire de la transmission de ces informations périodiques. Une analyse détaillée est ensuite réalisée par la Commission¹. C'est pourquoi, lors de la publication du rapport annuel 2001, seuls les chiffres concernant l'année 2000 sont disponibles.

La grande majorité des sociétés assurant le service de la gestion pour le compte de tiers a adopté, à la suite de la mise en place de la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996, le statut de société de gestion de portefeuille (représentant ainsi 94 % des encours). Les années qui ont suivi la mise en application de cette loi ont permis de structurer le secteur de la gestion d'actifs. De nombreuses banques et sociétés d'assurances ont filialisé ou délégué leurs activités de gestion pour le compte de tiers auprès de sociétés de gestion agréées. Au gré des fusions-absorptions et des rachats de sociétés, le processus déjà largement entamé, poursuit la rationalisation du marché.

Plusieurs évolutions notables peuvent être soulignées :

- au 31 décembre 2000, l'industrie de la gestion d'actifs pour le compte de tiers (sociétés de gestion + autres PSI) en France totalisait un encours de 1 439 milliards d'euros contre 1 285 milliards d'euros un an auparavant, soit une progression de près de 12 %. Cette progression plus modérée qu'en 1999 (15,8 %), sous les effets conjugués de la baisse des marchés et de la collecte soutenue des OPCVM, s'avère honorable au regard de celle constatée dans les autres pays européens ;
- la concentration des encours sous gestion a augmenté de manière significative en 2000² : les dix premières sociétés géraient 65 % du total des actifs contre 61 %³ en 1999. De façon symétrique, 240 sociétés de gestion, soit la moitié de l'effectif, géraient environ 1 % des actifs, tandis que 51 d'entre elles géraient plus de 90 % du total des actifs. De même, 59 sociétés de gestion géraient moins de 15,2 millions d'euros tandis que 15 sociétés géraient plus de 15,2 milliards d'euros. Tant en termes de rentabilité que de montants d'actifs gérés et de type d'activité (épargne salariale, capital investissement, multigestion, gestion sous mandat...), les sociétés de gestion et les autres prestataires de services d'investissement forment une population hétérogène ;
- la part des encours gérés sous forme d'OPCVM est passée de 59,5 % en 1999 à 61,8 % en 2000, confirmant la montée en puissance de la gestion collective (+17,5 % en 2000) alors que les encours gérés sous mandat ont progressé de 6,6 % seulement en 2000 ;
- les comptes de résultat des sociétés de gestion ont enregistré une forte augmentation des produits : +40 %, à comparer à une hausse de 13 % des encours en 2000. Ces produits se sont élevés à 6,1 milliards d'euros, dont 77 % au titre des commissions de gestion d'OPCVM ;
- les charges d'exploitation des sociétés de gestion ont augmenté de 38 %. Les rétrocessions de produits et commissions demeurent le poste le plus important : 47 % des charges en 2000 ;
- le résultat net cumulé des sociétés de gestion s'élève à 1,4 milliard d'euros. Il a doublé en deux ans.

(1) Le bilan complet a été publié dans le Bulletin mensuel COB, n° 361 d'octobre 2001.

(2) La progression résulte notamment de la fusion de quatre grandes sociétés de gestion.

(3) 63 % à périmètre constant.

I Les acteurs de la gestion d'actifs

A LES PROCÉDURES D'AGRÈMENT EN 2001

L'évolution de la gestion d'actifs pour le compte de tiers s'est notamment caractérisée par la poursuite d'opérations de restructuration au sein de grands groupes financiers, par l'implantation en France de nouveaux groupes internationaux et par la diversification des formes de gestion.

1 La population des sociétés de gestion : le bilan des agréments

Les sociétés de gestion françaises peuvent opter pour le statut de la gestion collective (OPCVM seulement) ou de la gestion de portefeuille (OPCVM et/ou mandats de gestion). Cette année, 59 sociétés de gestion ont été agréées par la Commission, après avis du Comité consultatif de la gestion financière⁴, contre 62 en 2000.

La Commission a délivré en 2001 :

- 29 agréments à des sociétés de gestion spécialisées dans le capital investissement ;
- 15 agréments généraux - autorisant la gestion de tous instruments financiers y compris les instruments financiers à terme - contre 25 en 2000 ;
- 12 agréments limités - limitant, totalement ou partiellement, l'utilisation d'instruments financiers à terme ou n'autorisant, par exemple, que la sélection d'OPCVM ;
- 3 agréments à des sociétés de gestion collective d'OPCVM (SGO) - deux généraux et un limitant l'utilisation d'instruments financiers à terme.

Parallèlement à ces nouveaux agréments, la Commission a accordé une extension de l'agrément initialement délivré à 6 sociétés de gestion dont deux concernent la gestion de FCPR.

Enfin, la Commission a procédé à l'approbation de 3 programmes d'activité présentés par des prestataires de services d'investissement sollicitant un agrément du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECED).

Les opérations de restructuration de groupes financiers, la transformation du statut de certaines sociétés de gestion d'OPCVM en sociétés de gestion de portefeuille (SGP), mais aussi l'arrêt de l'activité de sociétés de gestion de fonds communs de placement à risques, à la suite d'une insuffisante levée de capitaux, sont autant d'éléments qui ont conduit les acteurs concernés - 10 SGP et 4 SGO - à demander le retrait de leur agrément. La Commission a constaté, en outre, la caducité de l'agrément de 8 SGP et 1 SGO, consécutive à des opérations de fusion par absorption et de dissolution desdites sociétés⁵.

À l'issue de ces mouvements, la population des sociétés de gestion s'établit à 520 unités⁶ en 2001 contre 484 à la fin de l'année 2000 et 438 au 31 décembre 1997, représentée aux quatre-cinquièmes désormais par des sociétés de gestion de portefeuille dont le nombre - 413 - offre une progression constante et significative chaque année depuis la mise en œuvre de la loi de modernisation des activités financières en 1997.

(4) Le CCGF est une instance professionnelle qui a pour rôle d'émettre un avis sur l'agrément délivré par la COB concernant les sociétés de gestion d'OPCVM ou de portefeuille, l'approbation du programme d'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers des prestataires de service d'investissement et les règlements relatifs aux conditions d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ainsi que toute disposition à caractère réglementaire touchant aux activités de gestion de portefeuille.

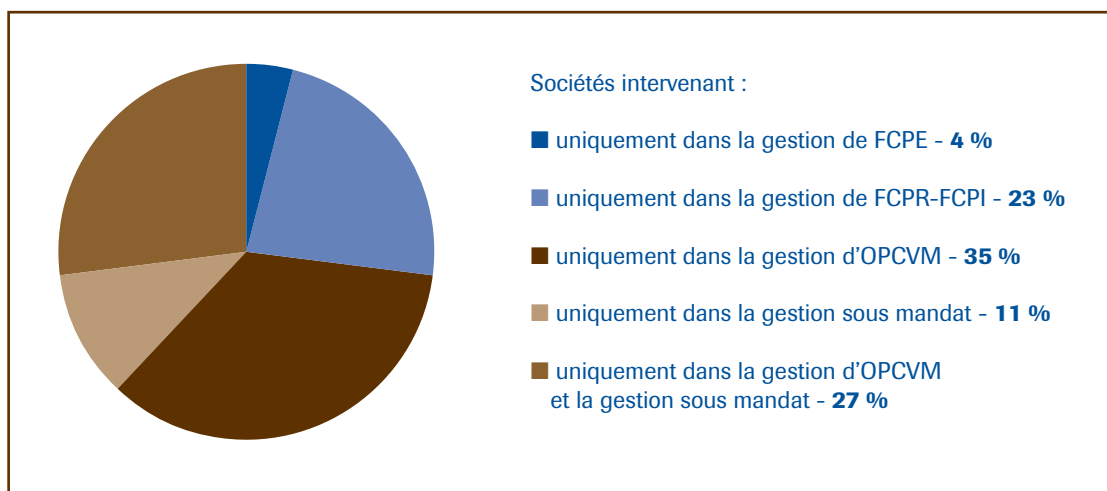
(5) La disparition de 9 sociétés de gestion de portefeuille et 6 sociétés de gestion d'OPCVM, effectives avant 2001, mais traitées administrativement cette année, ont été comptabilisées au titre de 2000.

(6) Sur ces 520 sociétés de gestion, 57 sont des sociétés « coquilles » sans moyens propres, déléguant l'ensemble de leur activité à une société de gestion du même groupe, soit pour des raisons fiscales, soit pour pouvoir commercialiser des OPCVM en Europe. La Commission souhaite rapidement faire évoluer ce statut hybride.

2 Les types d'agrément des sociétés de gestion

Les agréments délivrés depuis la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996 aux sociétés de gestion de portefeuille sont, pour plus de 55 %, généraux, et pour près de 16 % limités à la gestion de valeurs mobilières excluant les interventions sur les marchés dérivés, hormis, dans une minorité de cas, les opérations de couverture. 25 % des agréments autorisent la gestion dans le domaine du capital investissement. Le solde (4 %) se répartit entre les agréments limités à la sélection d'OPCVM ou à la gestion d'OPCVM.

Répartition du nombre de sociétés de gestion en fonction de leur activité au 31 décembre 2000⁷



3 La population des autres prestataires de services d'investissement (PSI)

Après un mouvement de filialisation via la création de sociétés de gestion et les décreues massives d'encours sous gestion qui ont suivi, le montant des mandats gérés par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement agréés pour le service de gestion pour le compte de tiers semble se stabiliser pour s'établir au 31 décembre 2000 à 89,5 milliards d'euros (en légère baisse de 3 % par rapport à l'année précédente), ce qui représente 6,2 % du total des encours de l'industrie de la gestion pour le compte de tiers en France en 2000.

Au 31 décembre 2001, 387 PSI (hors sociétés de gestion) contre 393 en 2000 bénéficient d'une autorisation pour exercer une activité de gestion pour le compte de tiers. En fait, seuls 160 prestataires sont actifs et déclarent exercer une activité de gestion sous mandat.

Deux établissements de crédit gèrent plus de 51,5 % des encours concernés (46,1 milliards d'euros). Cette concentration apparente s'explique par des différences de stratégie adoptée au sein des groupes dans leur politique de filialisation. Certains établissements préfèrent conserver les mandats en gestion privée, plutôt que de les transférer à leurs sociétés de gestion de portefeuille.

⁽⁷⁾ Les statistiques relatives à l'année 2001 n'étaient pas disponibles à la publication du présent rapport.

B LE BILAN DE LA SURVEILLANCE

Afin d'assurer sa mission de contrôle du secteur de la gestion pour le compte de tiers, le service de la gestion et de l'épargne de la Commission a procédé au cours de l'année 2001 à 75 contrôles sur place.⁸

Les contrôles sur place ont principalement porté sur les sociétés de gestion - 59 sociétés de gestion de portefeuille et 9 sociétés de gestion d'OPCVM - mais se sont étendus à 7 prestataires de services d'investissement en raison, soit de leur activité de gestion sous mandat, soit de leur activité de contrôle dépositaire.

1 Les sociétés de gestion et les autres prestataires de services d'investissement

L'objectif de ces visites de contrôle est de vérifier la conformité permanente des éléments constitutifs du programme d'activité des sociétés de gestion ou des autres prestataires de services d'investissement, avec les textes en vigueur et leur dossier d'agrément. Pour mener ses contrôles, la Commission a procédé à de nombreuses vérifications sur pièces. Son attention s'est portée en particulier sur les conventions de délégation, de prestation de services, de mises à disposition ou de détachement, les recueils de procédures, le règlement intérieur, les mandats de gestion, la nature des informations contenues dans les comptes rendus de gestion semestriels adressés aux mandants, les notices d'information et les portefeuilles des OPCVM.

À l'issue de quatre contrôles sur place, l'ampleur et la gravité des dysfonctionnements constatés ont conduit le directeur général de la Commission à ouvrir plusieurs enquêtes. Au 31 décembre 2001, dix sociétés de gestion étaient concernées par une enquête du service de l'inspection de la Commission.

Dans les autres cas, la Commission a adressé une lettre d'observations faisant part des anomalies relevées au cours des contrôles.

Sur l'ensemble des anomalies relevées en 2001, la Commission a plus particulièrement retenu :

- **L'actionnariat d'une société de gestion composé essentiellement d'un fonds commun de placement d'entreprise (FCPE).**

Le capital de la société de gestion était détenu à près de 80 % par un FCPE, régi par l'article 21 de la loi du 23 décembre 1988. La Commission estime qu'il n'existe aucune opposition de principe à cette détention. Cependant, au regard des articles L. 532-9 alinéa 3 du Code monétaire et financier et 7 du règlement de la COB n° 96-02, il n'est pas dans le rôle d'un FCPE de prendre la responsabilité d'une gestion en tant qu'actionnaire. En effet, un FCPE ne présente pas, en tant qu'actionnaire, toutes les qualités requises pour être directement responsable. En conséquence, la Commission a, dans sa séance du 13 mars 2001, décidé de subordonner le maintien de l'agrément délivré à cette société de gestion à deux conditions : qu'une participation de 15 % minimum du capital de la société soit détenue en direct par les dirigeants actionnaires de la société et que ces mêmes dirigeants s'engagent personnellement à mettre en œuvre toutes les mesures nécessaires pour que le niveau des fonds propres de la société de gestion ne soit jamais inférieur à la moitié des frais généraux.

- **L'insuffisance des fonds propres**, en infraction avec l'article 6 du règlement de la COB n° 96-02 relatifs aux prestataires de services d'investissement effectuant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers : *"la société de gestion doit pouvoir justifier à tout moment d'un niveau de fonds propres au moins égal au plus élevé des deux montants suivants : 50 000 euros ou le quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent"*.

(8) Les contrôles sur place diffèrent des enquêtes effectuées par le service de l'inspection de la Commission. Leur objectif est d'effectuer un contrôle et un suivi *a posteriori* pour s'assurer que les moyens, l'organisation et les modalités de fonctionnement des prestataires sont conformes aux dispositions légales et réglementaires. En général, un contrôle sur place se déroule sur une journée. Il est ponctué par l'envoi d'une lettre d'observation, mettant en avant les manquements réglementaires relevés, demandant à la société de régulariser sa situation dans les plus brefs délais.

Une telle insuffisance, constatée lors des contrôles sur place mais aussi lors du contrôle des informations contenues dans les fiches de renseignements annuels, est susceptible de remettre en cause l'agrément délivré en qualité de société de gestion pour le compte de tiers. La Commission a donc demandé aux 12 sociétés concernées de procéder sans délai à une recapitalisation. Il est à souligner que les exigences actuelles en matière de fonds propres établies à un niveau très faible, seront relevées dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM.

- **Le placement des fonds propres d'une société de gestion.**

L'article 1-17 de l'instruction d'application du règlement de la COB n° 96-02 prévoit que la gestion des fonds propres d'une société de gestion doit être prudente et ne doit pas engendrer de conflits d'intérêt. La Commission préconise de placer au minimum le quart du montant des frais généraux en OPCVM monétaires. Par ailleurs, un gérant financier ne peut pas, s'il gère les fonds propres de la société, assurer une activité de gestion pour le compte de tiers.

- **Les déficiences présentées dans l'application des dispositions de la section II** du règlement de la COB n° 96-03 relatives aux aspects déontologiques ou relevant du contrôle interne. Les contrôles effectués ont mis en évidence de façon fréquente, des situations de faiblesse en matière de contrôle interne et de déontologie : mise en œuvre des contrôles par une personne liée à la gestion pour le compte de tiers, procédures imprécises, mal ou pas formalisées, opérations de contrôles non traçables, voire dans certains cas, inexistantes.

Il est rappelé que, dans le cadre des obligations de prévention des conflits d'intérêt et de séparation des métiers et des fonctions que tout prestataire doit mettre en œuvre selon les dispositions de l'article 3 du règlement de la COB n° 96-03, le responsable du contrôle interne ne peut en aucun cas, exercer une activité de gestion pour le compte de tiers, fût-il dirigeant. Les dirigeants demeurent bien entendu destinataires des rapports du contrôleur interne.

S'agissant des sociétés de gestion spécialisées dans le domaine du capital investissement, la publication d'un code de déontologie⁹ permettra l'accélération de la mise en conformité de leur règlement intérieur.

- **La rémunération des mandataires.**

Contrairement aux dispositions de l'article 22 du règlement de la COB n° 96-03, il a été constaté que les frais et commissions perçus dans le cadre de la gestion de portefeuille ne donnent pas toujours lieu à une information complète du mandant ou des porteurs de parts ou d'actions. Il est également rappelé qu'une société de gestion ne peut se voir rétrocéder par un établissement dépositaire teneur de comptes une commission prélevée sur la rémunération des liquidités des comptes titres de la clientèle sous mandat. Une telle pratique contrevient en effet, aux dispositions de l'article 3 du règlement précité, visant la prévention des conflits d'intérêt par le prestataire, et de l'article 7 du même règlement selon lequel le choix des investissements doit s'effectuer dans l'intérêt des mandants.

- **L'information délivrée à la clientèle sous mandat.**

Il est nécessaire que le compte rendu de gestion adressé au mandant mentionne, le cas échéant, que son portefeuille est investi en parts ou actions d'organismes de placements collectifs gérés par le prestataire ou les entités de son groupe conformément à l'article 23 du règlement de la COB n° 96-03.

- **Les informations délivrées sur des sites internet.**

Un prestataire utilisant un site internet pour assurer la promotion ou la vente de produits de placement collectif ou de services de gestion sous mandat doit se conformer à l'article 33 *bis* du règlement de la COB n° 89-02 et à la recommandation COB n° 99-02¹⁰.

(9) Voir *infra* Chapitre IV – La gestion de l'épargne, page 132.

(10) Bulletin mensuel COB, n° 337 de juillet-août 1999, pages 35 à 39.

- **Les informations délivrées à la Commission.**

Aux termes de l'article 5 du décret n° 96-880 du 8 octobre 1996 et de l'article 16 du règlement de la COB n° 96-02, les modifications portant sur les éléments pris en compte pour la délivrance de l'agrément et l'approbation du programme d'activité, concernant notamment la structure du capital, l'actionnariat direct ou indirect, l'organisation et le contrôle, doivent être aussitôt portées à la connaissance de la Commission. De plus, les sociétés de gestion doivent adresser, dans les six mois suivant la clôture de l'exercice, une copie du bilan, du compte de résultat, du rapport annuel de gestion et de ses annexes, ainsi que les rapports général et spécial du commissaire aux comptes à la Commission conformément à l'article 13 du règlement de la COB n° 96-02.

2 Les visites de contrôle de dépositaires

À la suite des contrôles menés auprès de cinq établissements exerçant l'activité de dépositaire d'OPCVM, la Commission a relevé les anomalies suivantes :

- l'absence de procédure de contrôle sur des points spécifiques (actif minimum de l'OPCVM, valorisation des cours) ;
- des périodicités de contrôles insuffisantes au regard du nombre d'OPCVM, notamment sur les inventaires de portefeuilles et l'orientation de la gestion ;
- le non-respect de procédures de contrôle établies ;
- des carences relatives au contenu de l'information destinée à la clientèle ;
- et, enfin, une forte dépendance vis-à-vis des sociétés gérant les OPCVM dont ils sont dépositaires, certains contrôles étant effectués à partir de sources provenant de ces dernières.

La Commission a rappelé dans ses lettres d'observations l'importance du rôle des dépositaires dans la gestion pour le compte de tiers. En se référant à son instruction de novembre 1993 relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM, qui précise les tâches et responsabilités d'un établissement dépositaire d'OPCVM, la Commission a demandé le renforcement de leurs contrôles.

II Les OPCVM généraux

A LES PRODUITS À VOCATION GÉNÉRALE

De 2000 à 2001, l'encours des OPCVM à vocation générale⁽¹¹⁾ a augmenté de 2,8 %, passant de 739,8 milliards d'euros à 760,6 milliards d'euros. Cette évolution est en rupture très nette par rapport à la croissance à deux chiffres enregistrée les années précédentes.

Le nombre de produits enregistrés en France poursuit sa croissance avec 7 603⁽¹²⁾ OPCVM généraux, soit 1 262 SICAV et 6 341 FCP. Ce dernier véhicule est particulièrement dynamique puisqu'il est en augmentation de 399 par rapport à 2000 et représente désormais 59,4 % de l'encours des OPCVM généraux, contre 56 % en 2000. Les SICAV ont vu une diminution de leur nombre (- 22 par rapport à 2000) comme de leur encours (en baisse de 5,1 %).

(11) 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 maître.

(12) Y compris les OPCVM nourriciers.

L'année 2001 a été marquée par un fort mouvement de réallocation d'actifs. L'examen des encours gérés¹³ par type de classification permet de mettre en évidence plusieurs tendances :

- les OPCVM monétaires, délaissés en 2000, gagnent 4 points de part de marché¹⁴. Leur encours s'élève à 257,8 milliards d'euros au 31 décembre 2001, soit un tiers de l'encours global et une hausse de 18,1 % par rapport à l'année précédente. Le nombre d'OPCVM monétaires demeure stable sur la période et s'établit à 661 ;
- l'encours des OPCVM obligataires, qui passe de 129,2 milliards d'euros à 138,6 milliards, voit une augmentation de sa part relative de 17 % à 18 %. L'internationalisation en dehors de la zone Euro devient de plus en plus marquée, puisque les OPCVM obligataires internationaux représentent désormais 33,5 % des encours contre 30,3 % en 2000, 20,2 % en 1999 et 12,8 % en 1995 ;
- les OPCVM actions françaises subissent les conséquences de la baisse des cours avec un encours en baisse de 19 % et perdent 3 points de part de marché (8 %), leur encours passant de 81,8 milliards d'euros en 2000 à 66,3 milliards d'euros en 2001. Cette évolution s'explique par un effet prix négatif important et par un redéploiement des actifs vers des OPCVM investis en actions de pays de la zone Euro. En effet, ceux-ci progressent fortement en nombre et en valeur, puisqu'au 31 décembre 2001, il en existe 286 (contre 217 en 2000) pour un encours de 33,3 milliards d'euros (+ 39,3 %) ;
- l'encours des OPCVM actions internationales est en baisse de 10 % malgré une augmentation importante du nombre de fonds : +17 %. Il représente au 31 décembre 2001 69,6 milliards d'euros, contre 77,4 milliards un an plus tôt. L'orientation de gestion continue cependant de s'internationaliser puisque les OPCVM actions des pays de la zone Euro et internationales représentent 60,8 % des encours actions contre 55,2 % en 2000, 54,3 % en 1999 et 33,9 % en 1995 ;
- le nombre d'OPCVM diversifiés augmente fortement (+273 fonds). Ils profitent d'une gamme d'orientations de gestion élargie (notamment avec les fonds assortis d'une protection et les fonds à promesse). Principalement investis en actions, ils pâtissent de la baisse des marchés avec une diminution de leur encours de l'ordre de 2,3 % entre 2000 et 2001 à 197 milliards d'euros. Néanmoins, le dynamisme en termes de création de ce type d'OPCVM reste d'actualité, puisqu'ils représentent 48 % des agréments l'année passée. Il faut noter qu'aujourd'hui, les OPCVM diversifiés représentent 40 % de l'offre en termes de produit (le quart de l'encours global), ce qui n'est pas satisfaisant au regard de la signification de la classification des OPCVM ;
- avec 37,6 milliards d'euros, on observe une augmentation de l'ordre de 11 % des encours des OPCVM garantis par rapport à 2000 (33,9 milliards d'euros). Les OPCVM garantis (FCP et SICAV) représentent 15 % des agréments de l'année 2001.

B LES FONDS COMMUNS D'INTERVENTION SUR LES MARCHÉS À TERME (FCIMT)

Au 31 décembre 2001, la Commission a recensé 28 FCIMT contre 29 l'année précédente : cinq FCIMT ont été créés et six dissous pendant l'année.

Un léger intérêt pour les FCIMT a été observé en 2001. Malgré une conjoncture boursière peu favorable, les actifs gérés, tout en restant à un niveau modeste, ont augmenté de 10,5 % pour atteindre 802,8 millions d'euros contre 726,6 millions d'euros en 2000. Les deux plus gros FCIMT représentent près de la moitié de l'encours total (47 %) et les six premiers 80 %.

(13) Y compris les OPCVM nourriciers.

(14) Pour mémoire, la part de marché des OPCVM à vocation monétaire s'élevait à 46,0 % en 1995.

C LES ÉVOLUTIONS DES PRODUITS

1 Les OPCVM indiciels cotés

Au cours de l'année 2001, la Commission a poursuivi l'agrément et l'autorisation à la commercialisation en France d'OPCVM indiciels cotés (*trackers*, également appelés ETF - *Exchange Traded Funds*). Ce sont des fonds dont l'objectif d'investissement est de reproduire la performance d'un indice boursier et qui ont le statut juridique d'OPCVM négociés en continu. Au 31 décembre 2001, il en existait 22 sur Euronext Paris, cotés sur le segment de marché qui leur est dédié (Nexttrack).

Les indices concernés sont le CAC 40, le Dow Jones Stoxx 50, le Dow Jones Euro Stoxx 500, le Dow Jones 50 Europe, le Dow Jones Global Titans 50, le Dow Jones Industrial Average et le MSCI Pan Euro.

La dualité juridique de ces produits (OPCVM et valeurs mobilières cotées) justifie l'application de deux séries de réglementation au niveau de la Commission et les soumet ainsi à deux procédures¹⁵ :

- un agrément ou une autorisation à la commercialisation en France du produit en tant qu'OPCVM,
- une procédure de visa pour l'admission aux négociations sur un marché réglementé.

La Commission veille à la bonne information des souscripteurs qui, lorsqu'ils achètent des parts d'ETF, doivent pouvoir disposer :

- pour les fonds de droit français, d'une notice d'information approuvée par la Commission ainsi que du prospectus d'admission visé par elle ;
- pour les fonds européens coordonnés, d'un prospectus approuvé par les autorités d'origine assorti d'un complément à destination des souscripteurs français et d'un prospectus d'admission visé par la Commission.

Ces documents sont disponibles sur les sites internet de la Commission (rubrique SOPHIE), d'Euronext et des émetteurs.

S'agissant de la réglementation, la Commission va poursuivre, en 2002, l'adaptation des textes aux particularités des OPCVM indiciels cotés.

Bien que le montant soit encore modeste en volume d'encours (3,5 milliards d'euros), le bilan de la première année d'activité de ce nouveau produit reste prometteur. Il représente 0,5 % de l'encours global des OPCVM à vocation générale.

2 Les autres fonds indiciels

Les fonds indiciels sont des OPCVM dont l'objectif de gestion est d'obtenir la même performance qu'un indice de référence, précisé dans leur notice d'information.

Au 31 décembre 2001, le nombre de fonds indiciels s'élève à 137 pour un encours de l'ordre de 9,5 milliards d'euros¹⁶. Le tiers de cet encours est investi en actions françaises et a pour indice de référence le CAC 40.

(15) Rapport annuel COB 2000, page 121.

(16) L'encours des fonds indiciels classiques est à rapprocher de l'encours des ETF.

3 Les OPCVM allégés

Créés en 1998¹⁷, les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ne sont pas soumis à agrément de la Commission (mais à une simple procédure déclarative) et sont réservés aux investisseurs qualifiés ou aux personnes physiques investissant plus de 500 000 euros.

Au 31 décembre 2001, le nombre d'OPCVM à procédure allégée s'établit à 564 contre 524 l'année précédente, dont une très grande majorité de FCP (543). L'encours total, en augmentation de 34 %, s'élève à 41,3 milliards d'euros en 2001 contre 30,8 en 2000 et 9,4 en 1999. Toutefois, sur l'encours de 41,3 milliards d'euros, 19 milliards proviennent d'un fonds détenu par un seul investisseur. La percée de ce type de produit doit ainsi être relativisée.

Par comparaison, l'encours des fonds agréés dits "réservés à 20 souscripteurs au plus" (anciennement dénommés "non offerts au public") s'élève à 84,9 milliards d'euros en légère diminution par rapport à 2000 (- 3,3 %). Leur nombre s'établit à 1 310 en hausse de 39 unités par rapport à 2000.

Par ailleurs, le contrôle *a posteriori*¹⁸ effectué sur 51 OPCVM à procédure allégée (32 sociétés de gestion concernées) créés en 2001 a mis en évidence :

- que la quasi-totalité des fonds prévoit de déroger aux règles d'investissement de droit commun dans leur notice et que les ratios et règles d'investissement sont dans l'ensemble bien respectés ;
- que les fonds interviennent essentiellement sur les marchés dérivés (*swaps*, options, *futures*) de taux, de change et d'actions mais que les notices d'information ne sont, dans la plupart des cas, pas en adéquation avec l'utilisation de ces instruments. De plus, le programme d'activité de leur société de gestion n'a pas toujours été mis à jour auprès de la Commission ;
- que le recours aux frais variables concerne 25 % des fonds examinés.

4 Les fonds à compartiments

Un OPCVM à compartiments permet de réunir dans une même structure juridique des compartiments dont les orientations de gestion peuvent être différentes.

Au 31 décembre 2001, 31 OPCVM "têtes" existent pour un montant total d'encours de 2,6 milliards d'euros contre 3,3 milliards d'euros en 2000 (en baisse de 21,2 %). Le nombre total de compartiments s'élève à 128 contre 78 au 31 décembre 2000, soit un impact relativement confidentiel de ce dispositif (dans le même temps, plus de 2 800 compartiments de droit étranger sont autorisés à la commercialisation en France). Les compartiments d'actions internationales représentent 45 % du nombre total des compartiments et 21 % des encours. Les compartiments obligataires représentent 8 % du nombre des compartiments et 36 % des encours. La moyenne de compartiments par fonds s'établit à 3 après retraitement d'un OPCVM comprenant, à lui seul, 41 compartiments.

5 Les fonds de fonds

Le développement de la multigestion explique que d'ores et déjà les fonds de fonds représentent 16 % du nombre total des OPCVM et 8,3 % de l'encours global des fonds à vocation générale. L'encours des fonds de fonds s'établit au 31 décembre 2001 à 66,1 milliards d'euros, pour environ 1 200 produits.

On constate, en outre, une part très importante des fonds investis entre 5 et 50 % en autres OPCVM (plus de 2 000 produits pour 143 milliards d'euros). Le développement spécifique de ces produits mixtes avec une partie en gestion directe et une partie réinvestie en OPCVM n'est pas sans soulever des problèmes spécifiques, notamment en termes de transparence des frais.

(17) Rapport annuel COB 1998, page 124.

(18) Les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ne sont pas soumis à l'agrément de la Commission. *A posteriori*, des contrôles peuvent porter sur les documents établis ou diffusés par les OPCVM allégés. À tout moment, la Commission peut faire modifier la présentation et la teneur de ces documents conformément à l'article 23 du règlement de la COB n° 98-05.

Tableau récapitulatif des OPCVM investissant tout ou partie de leur actif dans d'autres OPCVM

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2001	FCP		SICAV		TOTAL	
	NOMBRE	ENCOURS	NOMBRE	ENCOURS	ENCOURS	RÉPARTITION
ENCOURS EN MILLIARDS D'EUROS						
OPCVM INVESTIS À MOINS DE 5 % EN PARTS D'OPCVM	3 339	308,9	980	282,6	591,5	73,9 %
OPCVM INVESTIS ENTRE 5 % ET 50 % EN PARTS D'OPCVM	1 850	109,1	219	33,5	142,6	17,8 %
OPCVM INVESTIS À PLUS DE 50 % EN PARTS D'OPCVM	1 152	57,5	63	8,6	66,1	8,3 %
TOTAL	6 341	475,5	1 262	324,7	800,2	100,0 %

Par ailleurs, la nouvelle directive européenne portant sur les OPCVM¹⁹ reconnaît les fonds de fonds et permet de créer des OPCVM coordonnés investissant jusqu'à 100 % de leur actif dans des OPCVM.

Dans le cadre de cette directive, un OPCVM ne peut pas investir plus de 10 % de son actif dans tout autre OPCVM coordonné (limite pouvant être passée à 20 % par les Etats membres), ce dernier ne devant pas investir plus de 10 % dans un troisième OPCVM. Cette disposition a pour objet d'éviter les cascades d'OPCVM.

6 Les OPCVM maîtres et nourriciers

Au 31 décembre 2001, on dénombre 322 OPCVM maîtres pour un encours total de 87 milliards d'euros²⁰ (contre 186 OPCVM maîtres pour un encours de 60,6 milliards d'euros au 31 décembre 2000). 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. Le nombre d'OPCVM maîtres et leur encours sont en forte hausse (respectivement + 73 % et + 44 %). Ce produit est principalement utilisé dans la gestion monétaire (57 % de l'encours total) et actions (18 %). Fin 2001, les fonds maîtres représentaient 11,4 % de l'encours des OPCVM généraux.

Au 31 décembre 2001, on dénombre 521 OPCVM "nourriciers" pour un encours de 39,5 milliards d'euros (contre 314 OPCVM nourriciers pour un encours de 24,5 milliards d'euros au 31 décembre 2000). Le nombre d'OPCVM nourriciers et leur encours sont en forte hausse (respectivement + 66 % et + 61 %). Ce produit est majoritairement utilisé dans la gestion monétaire (61 % de l'encours total). L'encours moyen par fonds en 2001 s'élève à 76 millions d'euros. Les fonds nourriciers représentent aujourd'hui 5 % de l'encours des OPCVM généraux. Le rapport entre les fonds nourriciers et les fonds maîtres est relativement faible : 1,6 nourricier par maître.

Le développement envisagé de ces produits passe par l'introduction de services additionnels au niveau des fonds nourriciers²¹ (addition de garanties, de protection de change, etc.).

D LES OPCVM EUROPÉENS AUTORISÉS À LA COMMERCIALISATION EN FRANCE

Au 31 décembre 2001, 340 OPCVM coordonnés agréés dans d'autres pays européens bénéficient d'autorisations de commercialisation délivrées par la Commission et peuvent être proposés en France, dont 123 fonds sans compartiment et 217 fonds à compartiments (en moyenne 13 compartiments par

(19) Voir *infra* Chapitre IV - La gestion de l'épargne, page 117.

(20) Les OPCVM maîtres ne sont pas uniquement réservés aux OPCVM nourriciers.

(21) Voir *infra* Chapitre IV - La gestion de l'épargne, page 115.

OPCVM “tête”). En termes de produits, et compte tenu du nombre de compartiments (2 840 compartiments), on peut noter que 37 % des produits tous souscripteurs proposés en France, sont aujourd’hui de droit étranger (même si leur part de marché en termes d’encours est de l’ordre de 4 %).

Pour la seule année 2001, la Commission a délivré 383 autorisations de commercialisation, en forte baisse par rapport à 2000 (609 autorisations). Il est probable que cette évolution est liée à l’achèvement des gammes de produits distribués depuis le Luxembourg chez un certain nombre de grands opérateurs.

L’allocation du nombre de ces fonds par pays d’origine confirme la prédominance très nette du Luxembourg (89,4 %), suivi par l’Irlande (5,9 %), la Belgique (4 %), le Royaume-Uni (0,5 %) et la Suisse (0,2 %).

La Commission demande aux correspondants centralisateurs français de ces produits de lui adresser, à la fin de chaque semestre civil, l’encours global des OPCVM, en lui précisant le montant commercialisé en France estimé en fin de période. Bien que cette tâche soit explicitement une de celles confiées aux correspondants centralisateurs en vertu de l’instruction du 15 décembre 1998, la transmission des données semestrielles nécessite toujours de fréquentes relances auprès de ces derniers.

Ces chiffres sont transmis dans les deux mois suivant la clôture du semestre. Au moment de la rédaction du présent rapport, les derniers chiffres dont dispose la Commission étaient ceux arrêtés au 30 juin 2001. À cette date, il apparaît que les fonds européens faisant l’objet d’une commercialisation en France représentaient un encours global de 26,9 milliards d’euros contre 27,7 milliards d’euros au 31 décembre 2000.

III L’évolution du cadre juridique applicable aux OPCVM généraux

A LA MODIFICATION DU DÉCRET N° 89-624

Le décret n° 2002-278 du 26 février 2002 modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989, pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, a pour objet l’aménagement de la réglementation française sur les thèmes suivants :

- les OPCVM cotés²²,
- l’utilisation des produits dérivés dans les OPCVM,
- les possibilités de commercialisation transfrontière d’OPCVM,
- les règles d’engagement des OPCVM à procédure allégée,
- le capital minimum des SICAVAS²³ et la détention des liquidités par les FCIMT.

(22) Voir *supra* Chapitre IV – La gestion de l’épargne, page 111.

(23) SICAVAS : SICAV d’actionnariat salarié.

1 L'utilisation des produits dérivés dans les OPCVM

a) Les produits dérivés utilisables

Le décret crée une catégorie intermédiaire de dérivés cotés sur taux d'intérêt et de change sur des marchés visés par la directive 98/33 (modifiant les directives relatives aux conditions d'accès aux activités d'établissement de crédit, au calcul de leur ratio de solvabilité et aux exigences de fonds propres).

L'utilisation de cette notion permet, sans imposer que les dérivés soient négociés sur un marché réglementé, de ne pas appliquer à ces produits certaines des contraintes imposées par le décret sur les contrats de gré à gré, notamment en termes de risque de contrepartie, puisque celui-ci est assuré par l'entreprise de marché qui gère les appels de marge.

Par ailleurs, le décret précise un certain nombre de règles sur l'utilisation de contrats à terme, sur la nature de la contrepartie et l'obligation de pouvoir dénouer les contrats à tout moment.

b) La division du risque de contrepartie

Le décret, dans l'esprit des dispositions de la nouvelle directive européenne²⁴ relative aux OPCVM, prévoit d'appliquer aux contrats à terme une règle de division du risque sur une même contrepartie à hauteur de 10 %. Le calcul de ce risque est fondé sur l'exposition nette à la valeur de marché et tenant compte des garanties.

Il a été admis qu'en soient exonérés les OPCVM *“garantissant une performance, un revenu ou le capital et bénéficiant [lui-même] d'une garantie ou faisant bénéficier [ses] porteurs ou actionnaires d'une garantie”*.

c) Les règles applicables aux sous-jacents

La directive OPCVM entend établir un principe de transparence dans l'utilisation des produits dérivés pour éviter que l'exposition effective du fonds par recours aux dérivés puisse contourner les règles applicables à la détention en direct des actifs constituant le sous-jacent du dérivé. Ce principe se traduit par l'application des règles d'éligibilité et de division des risques aux sous-jacents des instruments dérivés.

Le décret applique ce principe en posant que les règles de l'article L. 214-4 du Code monétaire et financier s'appliquent aux sous-jacents du contrat à terme. Cet article pose notamment deux principes précisés par décret : le premier sur les actifs éligibles (qui conduit à exclure, par exemple, les parts de SCPI), le second sur la division des risques (règle dite des 5-10-40 %).

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

d) L'utilisation des dérivés au niveau des OPCVM nourriciers

Le décret ouvre la possibilité aux OPCVM nourriciers d'utiliser les dérivés sous trois conditions :

- le calcul consolidé de l'engagement de l'actif maître - nourricier²⁵ ;
- l'obligation que le contrat à terme ne puisse avoir pour effet de décorrélérer substantiellement l'orientation du nourricier de celle du maître, sauf lorsque l'objet du contrat est de donner une garantie au nourricier ;

(24) Voir *infra* Chapitre IV – La gestion de l'épargne, page 117 et Chapitre VI – L'action internationale, page 174.

(25) Une note technique, voire une convention, expliquant les modalités mises en place pour le suivi de cet engagement consolidé devra être communiqué à la COB lors de toute demande de création ou transformation desdits OPCVM nourriciers.

- l'obligation, pour les OPCVM nourriciers et maîtres, d'avoir le même dépositaire sauf si ce dernier s'interdit dans sa note d'information toute intervention sur les marchés à terme.

2 La commercialisation transfrontière des OPCVM

Le décret soumet à autorisation ministérielle l'introduction des OPCVM enregistrés dans des Etats non membres de l'OCDE (ou Etats désignés comme soumis à la convention OCDE). Il définit la procédure en matière d'autorisation de commercialisation des OPCVM coordonnés européens. Il prévoit enfin, une double condition pour l'autorisation donnée par la Commission pour la commercialisation en France des autres OPCVM étrangers : des règles de sécurité et de transparence équivalentes aux règles françaises et un instrument d'échange d'information entre la COB et l'autorité d'origine du fonds.

3 Les règles applicables aux OPCVM à procédure allégée

La limitation de l'effet de levier pour les OPCVM était souvent considérée comme un des obstacles au développement de produits de gestion alternative dans le cadre des OPCVM de droit français. Trois plafonds étaient définis :

- pour l'exposition aux produits dérivés (100 % de l'actif) ;
- pour l'emprunt d'espèces (10 % de l'actif par la loi, le décret n° 89-623 portant toutefois cette limite à 25 % pour les OPCVM allégés) ;
- et pour les emprunts de titres (30 % de l'actif par le décret n° 89-624).

Le décret porte, pour les OPCVM à procédure allégée, l'exposition sur produits dérivés à 200 % de l'actif et les possibilités d'emprunts de titres à 100 %. Ainsi, l'exposition globale maximum pour les OPCVM allégés serait portée de 2,55 à 4,25 fois l'actif du fonds²⁶. L'utilisation de cette possibilité est toutefois subordonnée à l'approbation préalable d'un programme d'activité spécifique de la société de gestion par la Commission.

Deux autres dispositions sont prises par ce décret : la fixation du capital minimum en euros des SICAVAS (SICAV d'actionnariat salarié) et la détention des liquidités par les FCIMT (abaissement du seuil de liquidité à 40 %).

Le capital minimum en euros, à la création, des OPCVM est désormais fixé comme suit :

NATURE	AVANT	APRÈS
	MONTANT EN FRANCS	MONTANT EN EUROS
SICAV	50 000 000	8 000 000
SICAVAS	-	225 000
FONDS COMMUNS (SAUF FCPE)	2 500 000	400 000

(26) 2,55 = 1 (actif du fonds) + 0,25 (emprunt d'espèces) + 0,3 (emprunts de titres) + 1 (exposition aux dérivés)
4,25 = 1 (actif du fonds) + 0,25 (emprunt d'espèces) + 1 (emprunts de titres) + 2 (exposition aux dérivés)

B LES DIRECTIVES OPCVM²⁷ : LES ENJEUX POUR LE SECTEUR DE LA GESTION ET LES AUTORITÉS FRANÇAISES DE RÉGULATION

Les OPCVM sont régis en Europe par une directive datant de 1985 aux termes de laquelle tout OPCVM se conformant à ses dispositions (celui-ci est alors dit “coordonné” ou “harmonisé”) peut faire l’objet d’une commercialisation dans tous les Etats membres en vertu d’une attestation de conformité qui lui est accordée par les différents régulateurs nationaux.

L’obsolescence de la directive a conduit la Commission européenne à envisager, à plusieurs reprises, des propositions de modification.

La Commission a élaboré, le 17 juillet 1998, deux propositions de directives modifiant la directive actuelle 85/611/CEE sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières²⁸, qui avait instauré un régime d’agrément unique pour les organismes de placement collectif :

- la première proposition contient les dispositions relatives aux OPCVM²⁹ ;
- la seconde proposition contient les dispositions relatives aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés³⁰.

Le 21 novembre 2001, la Commission européenne a accepté dans leur intégralité les deux amendements votés par le Parlement³¹. Les deux directives ont été publiées le 13 février 2002 au Journal officiel des Communautés européennes. Pour les deux directives, l’adoption par les Etats membres doit intervenir au plus tard le 13 août 2003 et leur date d’entrée en vigueur au plus tard le 13 février 2004.

1 La transposition et l’harmonisation des directives

La transposition de ces directives dans le droit français nécessitera un travail législatif et réglementaire important et sera l’occasion de clarifier les textes législatifs et réglementaires actuels concernant la gestion pour le compte de tiers.

Par ailleurs, l’application des deux directives devra, en premier lieu, se faire en harmonisation avec la directive sur le commerce électronique et, dans une certaine mesure, avec la proposition de directive sur la vente à distance des services financiers.

La directive sur le commerce électronique est une directive cadre horizontale qui s’applique à tous les services de la société de l’information. Le principe est que les prestataires peuvent proposer leurs services dans toute l’Union européenne sur la base de la législation de leur Etat membre d’origine.

2 Le rôle du régulateur

La complexité et l’imprécision de certaines dispositions de la directive jointes au caractère automatique renforcé du passeport européen³² laissent penser que l’interprétation et l’application de la directive seront aussi importantes que sa transposition.

Dans cette perspective, il est essentiel de mettre en place les organes nécessaires de coordination au niveau européen.

(27) Voir *Infra* Chapitre VI – L’action internationale, page 174.

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

(29) Réf. CE COM(1998)0449.

(30) Réf. CE COM(1998)0451.

(31) Cf. Avis CE COM(2001)0687.

(32) Le caractère automatique du passeport européen fait que les positions du régulateur d’un Etat s’appliqueront, notamment *via* la commercialisation de produits coordonnés, dans les autres pays.

3 La contribution du droit européen aux grandes évolutions du secteur de la gestion pour le compte de tiers

Cette réglementation européenne devrait contribuer à amplifier l'évolution récente du secteur de la gestion, notamment sur les trois axes suivants :

- la constitution de sociétés entièrement dédiées à la gestion pour le compte de tiers, jouant de plus en plus sur des effets de taille avec une stratégie autonome par rapport aux grands groupes financiers dont elles sont issues, et utilisant les OPCVM comme support privilégié ;
- le développement de stratégies européennes voire mondiales au niveau des politiques d'investissement, d'organisation des sociétés et de leurs procédures, des fonctions logistiques (déposition-conservation, gestion administrative et comptable) et de distribution de produits ;
- le recours croissant à des techniques sophistiquées de gestion, reposant notamment sur l'utilisation des instruments financiers dérivés et le développement de la multigestion.

À ces tendances lourdes, s'ajoutera inévitablement l'enjeu de la distribution des produits tant d'un point de vue commercial que d'un point de vue réglementaire. En effet, il est possible d'observer une multiplication des canaux de distribution, notamment avec l'émergence de réseaux multi-produits et des OPCVM cotés.

C LE DÉCRET N° 2001-1278 DU 27 DÉCEMBRE 2001 SUR LA REDEVANCE COB

Le décret n° 2001-1278 du 27 décembre 2001, modifiant le décret n° 68-23 du 3 janvier 1968 portant organisation administrative et financière de la Commission des opérations de bourse, a été publié au Journal officiel le 29 décembre 2001³³. En matière de gestion, le taux des redevances perçues par la Commission est sensiblement abaissé.

	ANCIEN DÉCRET N° 99-233		NOUVEAU DÉCRET N° 2001-1278	
	TAUX/FORFAIT	PLANCHER	TAUX/FORFAIT	PLANCHER
ENCOURS :				
SICAV	0,015 ‰		0,01 ‰	
FCP	0,015 ‰	1 500 €	0,01 ‰	1 500 €
ENCOURS/MANDATS	0,015 ‰/0,005 ‰	1 500 €	0,01 ‰/0,005 ‰	1 500 €
SCPI	0,03 ‰		0,01 ‰	
FCC	0,015 ‰	1 500 €	0,01 ‰	1 500 €
PSI	0,005 ‰	1 500 €	0,005 ‰	1 500 €
OPCVM ÉTRANGERS	1 500 €	PAR TÊTE DE FOND	1 500 €	PAR TÊTE DE FOND
	PAIEMENT SUITE À DEMANDE DE DÉCLARATION		PAIEMENT SUITE À DEMANDE DE DÉCLARATION	
	DÉLAI DE PAIEMENT : 31/03/N AU PLUS TARD		DÉLAI DE PAIEMENT : 30/04/N AU PLUS TARD	
	DATE DE MAJORATION : 01/04/N		DATE DE MAJORATION : 01/05/N	
AUTORISATIONS DE COMMERCIALISATION D'OPCVM ÉTRANGERS	2000 € (PAR COMPARTIMENT) PAIEMENT AU DÉPÔT DU DOSSIER		2000 € (PAR COMPARTIMENT) PAIEMENT AU DÉPÔT DU DOSSIER	

(33) Voir Annexe VIII, page 413.

Sont assujettis au paiement d'une redevance à la Commission, au titre de ses interventions, les sociétés de gestion (de portefeuille, d'OPCVM, et de FCC), les SICAV, les SCPI ainsi que les autres prestataires de services d'investissement autorisés à exercer le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

Le montant dû est égal, avec un plancher de 1500 euros (sauf pour les SICAV et les SCPI) à un pourcentage de l'ensemble des encours gérés au 31 décembre, calculé de la manière suivante :

- 0,005 pour mille des encours gérés sous mandat ;
- 0,010 pour mille des encours d'OPC (soit une baisse d'un tiers pour les OPCVM et une division par trois pour les SCPI par rapport au dispositif antérieur de 1999).

La date d'exigibilité des redevances a été repoussée d'un mois (du 31 mars au 30 avril de chaque année). Au total, cette diminution des redevances devrait avoir un impact de l'ordre de 4,7 millions d'euros et ramener le montant des redevances perçues sur les activités de gestion à 13 millions d'euros.

Un article, publié dans le Bulletin mensuel de la COB n° 364 de janvier 2002 détaille le calcul de la redevance et ses particularités.

D L'INFORMATION PRÉALABLE À LA SOUSCRIPTION

La Chambre commerciale financière et économique de la Cour de cassation et la Cour d'appel de Paris ont eu récemment l'occasion de se prononcer sur la portée de l'obligation d'informer l'investisseur avant la souscription de produits de placement - parts ou actions d'OPCVM dans le premier cas, parts quirataires d'un navire de plaisance dans le second.

1 Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 14 septembre 1999

La Cour a examiné la validité de la souscription de parts ou actions d'OPCVM par deux personnes morales, au regard des conditions dans lesquelles ces souscriptions étaient intervenues.

Elle a consacré à cette occasion le caractère d'ordre public de la protection des textes relatifs aux OPCVM et précisé que la remise au souscripteur d'une plaquette commerciale préalablement à la souscription n'équivaut pas à la remise de la notice d'information requise par le règlement n° 89-02 de la COB.

En l'espèce, la Cour a relevé que :

- rien ne démontrait ni même ne laissait supposer que la souscription avait été précédée de la remise de la notice d'information approuvée par la Commission et décrivant les caractéristiques des OPCVM concernés, comme l'exige le règlement de la COB n° 89-02 relatif aux OPCVM ;
- la plaquette remise aux souscripteurs était *"un document de type commercial et publicitaire dont l'objet manifeste était de vanter uniquement les potentialités positives du produit dans le but de le faire acheter"* et la fiche technique accompagnant la plaquette n'était *"elle-même pas de présentation neutre"* ;
- ces documents comportaient de nombreuses différences avec les informations portées dans la notice d'information COB notamment quant aux risques encourus, à la durée du placement ou aux opérations possibles.

Considérant que le dol était ainsi constitué, la Cour d'appel a annulé les contrats de souscription et condamné les sociétés ayant recueilli les souscriptions à rembourser aux deux investisseurs le montant du capital investi.

2 Arrêt de la Chambre commerciale financière et économique de la Cour de cassation du 3 juillet 2001

Dans cet arrêt du 3 juillet 2001³⁴, la Cour de cassation a statué sur une décision d'annulation d'un prêt accordé par une banque à un couple de particuliers, en vue de l'acquisition de parts quirataires d'un navire de plaisance.

La Cour d'appel avait estimé que la banque avait l'obligation de ne pas passer sous silence, auprès de ses clients, le contenu de l'avertissement donné en 1985 par la Commission qui exposait que la rentabilité de l'investissement était négative et qu'il existait un risque fiscal. La banque, qui connaissait cet avertissement, n'en ayant pas informé ses clients, la Cour d'appel avait décidé qu'elle avait fait preuve d'une réticence dolosive viciant le consentement des emprunteurs.

Considérant qu'une banque qui reçoit de la Commission des opérations de bourse des mises en garde relatives à des placements déterminés est tenue d'informer ses clients intéressés par ces placements du contenu de ces mises en garde, la Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé contre l'arrêt de la Cour d'appel.

E LA GESTION ALTERNATIVE

Dans un contexte de marchés d'actions difficiles depuis deux ans, l'intérêt des investisseurs s'est reporté sur des stratégies de gestion favorisant une certaine décorrélation entre les performances des fonds et celles des principaux indices des classes d'actifs classiques.

Ces gestions sont aujourd'hui communément désignées comme alternatives, même si ce terme n'a pas de définition consensuelle au sein même des professionnels et au plan international. Il peut être approché par les objectifs de gestion, les stratégies mises en œuvre, les instruments financiers utilisés.

Les objectifs sont d'offrir une performance décorrélée de l'évolution des grands marchés de valeurs mobilières (recherche de performance en valeur absolue) et d'offrir un couple risque (apprécié en termes de volatilité) - rendement meilleur que celui des produits taux ou actions habituels.

Les principales stratégies sont souvent décrites selon trois types : les stratégies bidirectionnelles ou "de tendance" (fondées sur l'anticipation des directions prises par les différents marchés soit de manière purement discrétionnaire, soit selon une modélisation), les stratégies d'arbitrage (fondées sur la prise en compte des écarts de valorisation entre des actifs financiers voisins et leur évolution), les stratégies de positions acheteuses et vendeuses, principalement sur actions, communément désignées sous le terme de *long/short* (dans lesquelles la sélection de titres combine des positions acheteuses et vendeuses pour moduler le risque de marché).

Le régulateur est plus particulièrement concerné par les techniques et instruments financiers spécifiquement utilisés par ce type de gestion :

- un effet de levier est fréquemment utilisé pour majorer le gain financier détecté par l'analyse des relations entre différents instruments financiers et qui est souvent faible en valeur absolue. Le levier peut être défini de façon générale comme le rapport entre l'exposition nette du fonds (par l'investissement des apports des souscripteurs, par les engagements par emprunts d'espèces ou de titres ou pensions et par les expositions nettes sur contrats à terme) et son actif net. Son calcul précis n'est en revanche pas normalisé.

Cet effet est très souvent strictement limité aujourd'hui dans le cadre d'OPCVM régulés, notamment dans le cadre des normes européennes (en droit français, un OPCVM agréé peut avoir une exposition nette maximale théorique de 2,2 fois³⁵ son actif net). Cette raison explique en partie l'utilisation fréquente de véhicules non régulés (les *hedge funds*).

(34) Voir *supra* Chapitre III – La protection des investisseurs, page 94 et Bulletin mensuel COB, n° 361 d'octobre 2001, page 33.

(35) $2,2 = 1$ (actif du fonds) + 0,1 (emprunt d'espèces) + 0,1 (emprunts de titres) + 1 (exposition aux dérivés).

- les stratégies les plus importantes aujourd'hui cherchent à jouer sur des valeurs relatives tout en neutralisant l'impact de l'évolution des marchés, ce qui se traduit par l'utilisation de positions vendeuses ;

- la liquidité fait souvent l'objet de restrictions alors que celle-ci est une des caractéristiques fondamentales de l'OPCVM ;

- le fait enfin que la gestion alternative soit fréquemment mise en oeuvre à partir d'organismes de placement collectif (OPC) non régulés constitués *off shore* explique que des sociétés de gestion ou des banques, notamment européennes, aient mis en place des techniques indirectes (OPCVM d'OPC cotés, titres de créance structurés par un *swap* de performance sur un panier de *hedge funds*).

Au-delà du cadre historique de l'activité des *hedge funds*, (compte propre d'établissements financiers et cible de clientèle de particuliers fortunés), la gestion alternative tend à se réorienter aujourd'hui vers la clientèle d'investisseurs institutionnels, en se proposant comme composante très minoritaire de leur portefeuille. L'offre cherche ainsi à s'adapter aux demandes de ces investisseurs, proposant des rendements moins élevés, mais plus réguliers et développant l'utilisation d'outils plus rigoureux de suivi des risques.

Une autre tendance est de développer au sein même d'OPCVM à gestion conventionnelle une composante alternative minoritaire (OPCVM monétaires intégrant des positions d'arbitrage, OPCVM action avec une part de *long short*).

Le contexte français de la gestion alternative est assez particulier ; il se caractérise par l'interdiction de commercialisation des fonds *off shore*, par l'utilisation de quelques méthodes de gestion alternative dans les limites réglementaires et, enfin, par une demande de la profession pour un desserrement des contraintes liées à ce type de gestion.

De plus en plus de sociétés de gestion déposent des dossiers de demandes d'agrément pour la création de filiales spécialisées en gestion alternative : celle-ci peut être mise en oeuvre de façon directe ou indirecte.

Les OPCVM français mettant en oeuvre directement ce type de gestion sont encore peu nombreux, notamment en raison des restrictions à l'effet de levier. À côté des traditionnels fonds communs d'investissement sur les marchés à terme (FCIMT, comparables aux fonds de futures anglo-saxons), certaines possibilités ont été utilisées par les opérateurs dans le cadre actuel de réglementation des contrats à terme.

Le développement a toutefois surtout porté sur l'investissement indirect dans des stratégies alternative *via* des fonds de fonds, aussi appelé multigestion alternative.

Cette gestion indirecte, sous forme d'OPCVM investissant dans des fonds cotés sur des places européennes, est utilisée dans une soixantaine de fonds, par une trentaine de sociétés de gestion possédant l'expertise et les moyens nécessaires. L'encours total de ces fonds est inférieur à 3 milliards d'euros, soit 4 pour mille de l'encours global en 2001.

La Commission a donc décidé de répondre aux interrogations croissantes des professionnels de la place, suivant trois étapes :

- dans l'immédiat, une information plus précise des souscripteurs sur la nature et les risques de ces produits est d'ores et déjà requise pour les OPCVM qui demandent un agrément et souhaitent mettre en oeuvre une gestion alternative indirecte (dans les limites réglementaires existantes). Précisons à cet égard que la validité du consentement du souscripteur ne peut être obtenue que si celui-ci comprend exactement la nature du produit auquel il souscrit ;

- concernant les fonds réservés aux investisseurs professionnels, des travaux spécifiques avaient déjà été engagés dans le cadre d'un projet de loi³⁶ pour permettre le développement en France d'OPCVM sans contraintes sur les règles d'investissement (notamment quant à l'effet de levier), sous forme de fonds "contractuels". De façon plus immédiate, la récente révision du décret 89-624 assouplit les règles d'engagement des OPCVM à procédure allégée existants et réservés aux investisseurs qualifiés ;
- la Commission a, par ailleurs, engagé une étude plus approfondie, en association avec la profession, sur les problématiques nombreuses posées par la gestion alternative, dans la perspective notamment de sa diffusion au-delà d'un cercle d'acteurs restreint et d'une clientèle spécifique. Son objectif est de proposer des solutions répondant précisément aux attentes de l'ensemble des acteurs intéressés (épargnants et investisseurs, sociétés de gestion, distributeurs, régulateurs, dépositaires, commissaires aux comptes) tout en clarifiant le cadre de régulation utilisé.

Dans le cadre de ces réflexions, la Commission sera très attachée à l'évaluation des risques propres à ce type de gestion, tant sur la plan de la protection de l'investisseur que sur celui de la stabilité financière. Cette évaluation doit distinguer très nettement trois types de risques : les risques du portefeuille, portés par l'investisseur, les risques opérationnels de la société de gestion (ainsi que de ses contreparties et de son dépositaire), en particulier dans l'utilisation d'instruments complexes et leur correcte valorisation, les risques systémiques des contreparties et en termes de dynamique des marchés.

F LES FRAIS ET COMMISSIONS DANS LE CADRE DE LA GESTION POUR LE COMPTE DE TIERS

La Commission avait lancé une première réflexion approfondie en 1995 sur les pratiques relatives aux frais en matière de gestion et aux rétrocessions de courtage. Un groupe de travail avait été constitué à cette époque sous la présidence de M. Yves Chartier, membre de la Commission.

Le travail qui avait été accompli, et qui avait donné lieu à une adaptation de la réglementation de la Commission³⁷ doit être approfondi avec deux objectifs :

- s'assurer que la gestion française soit au meilleur niveau des standards internationaux en matière de bonnes pratiques, de protection et d'information de l'investisseur ;
- adapter les règles à l'évolution d'un métier qui a connu ces dernières années de multiples changements, tels que le développement de la multigestion, des fonds garantis ou des rémunérations à la performance.

Dans la mesure où l'investisseur doit disposer d'une information complète pour prendre sa décision, la Commission a été amenée en raison de l'importance des frais de gestion³⁸, à faire insérer un avertissement dans les notices d'information, voire dans les documents commerciaux. Cependant, afin d'améliorer la transparence de l'information, la Commission a décidé la constitution d'un groupe de travail en septembre 2001, sous la présidence de M. Philippe Adhémar, membre du Collège de la COB. Ce groupe est constitué de professionnels issus des métiers de la gestion et d'autres personnalités (journaliste, commissaire aux comptes, universitaire, investisseur institutionnel...).

Le groupe s'est intéressé aux principaux thèmes suivants :

- le niveau global des frais de gestion en France, en remplaçant cet examen dans le cadre de comparaisons internationales ;
- le panorama de la distribution des OPCVM en France avec ses principales caractéristiques ;

(36) DDOEF, mai 2001.

(37) Rapport annuel COB 1997, pages 143 et 144.

(38) Lorsque la somme des frais directs ou indirects est supérieure à 10 %.

- les nouveaux comportements apparus dans le domaine des facturations relatives à la gestion pour le compte de tiers ;
- la place croissante prise par les rétrocessions de toute nature et les rémunérations à la performance, dans l'équilibre du compte d'exploitation prévisionnel des sociétés de gestion sollicitant un agrément ;
- le constat de frais de gestion disproportionnés dans certaines demandes d'agrément d'OPCVM généraux (coût de production, rentabilité attendue sur ce type de produit ou bien encore frais perçus en cascade par les fonds de fonds).

Les réflexions du groupe se sont orientées dans trois directions essentielles :

- apporter à l'investisseur une information équilibrée et compréhensible (directement ou via les relais tels que la presse spécialisée ou les agences de notation d'OPCVM) pour que celui-ci puisse, d'une part, choisir en toute connaissance de cause ses supports d'investissement, d'autre part, comprendre la gestion qui a été conduite pour son compte et le coût en résultant ;
- mettre en place des pratiques transparentes au niveau des opérateurs pour conforter la relation de confiance entre ceux-ci et les investisseurs, prévenir les zones d'incertitude pouvant favoriser soit la mise en cause injustifiée des opérateurs, soit des dérives de comportement ;
- privilégier un marché mature et efficient de la gestion, permettant un bon fonctionnement de la compétition entre professionnels et une émulation sur le niveau de prix et la qualité des services.

Les travaux, qui pourraient conduire à l'évolution des pratiques professionnelles et à des modifications de la réglementation, ont porté, par exemple :

- sur l'amélioration de l'information, qu'il s'agisse :
 - de la définition même des frais de gestion,
 - du concept du taux maximum de frais,
 - du taux de rotation du portefeuille,
 - de l'appartenance à un groupe,
 - de la performance liée à un indice de référence,
 - de la distinction des frais perçus par d'autres opérateurs, distributeurs...,
 - des mécanismes actuels de rétrocession,
- sur l'amélioration de la diffusion et de la communication de l'information, qu'il s'agisse de la notice, du rapport annuel ou de l'utilisation du site internet de la Commission ;
- sur la modification éventuelle des pratiques (rétrocessions diverses, commissions de mouvements, droits d'entrée ou de sortie ou cumuls et cascades de frais notamment dans le cadre de la multigestion).

G L'AMÉLIORATION DES PROCÉDURES D'AGRÈMENT

1 Les délais d'agrément

La Commission a rationalisé ses procédures d'enregistrement en mettant en place un tri préalable des dossiers d'agrément afin de fluidifier le traitement des dossiers enregistrés et d'harmoniser les documents transmis préalablement à leur enregistrement.

Cette procédure a permis de réduire sensiblement le délai moyen d'instruction des dossiers des OPCVM à vocation générale de création (19 jours contre 22 jours auparavant) et de transformation (8 jours contre 14 jours), tout en diminuant de moitié le taux d'interruption de délai.

2 Les points de doctrine

a] Concernant l'information donnée par la notice d'information des OPCVM

La Commission a demandé que des efforts de rédaction soient réalisés concernant les notices d'information notamment au regard des objectifs de gestion poursuivis, des garanties données et des instruments financiers à terme utilisés.

Ainsi, a-t-il été demandé que l'argument de vente ou commercial retenu soit cohérent avec l'objectif de gestion mentionné dans la notice.

Concernant les fonds garantis ou protégés, des exemples de calcul de valeur liquidative garantie viennent notamment mettre en exergue le plafonnement du rendement ou la perte maximale possible et, par ailleurs, préciser ce qu'il advient de l'OPCVM à l'échéance de la garantie (ou protection) ou en cas d'impossibilité de calcul ou encore d'événement sur une ou plusieurs composantes du panier de références.

Enfin, il a été rappelé que l'utilisation des instruments financiers à terme ou assimilés doit être explicitée dans la notice d'information de l'OPCVM³⁹ et, si nécessaire, faire l'objet d'une mise à jour du programme d'activité de la société de gestion auprès de la Commission (notamment pour les dérivés de crédit).

b] Concernant les techniques et outils de gestion

Indexation des instruments financiers à terme

La Commission, dans sa séance du 8 janvier 2002, a précisé que :

- la possibilité de recourir à des contrats à terme ne permet pas d'exposer les porteurs d'un OPCVM à un risque auquel ces derniers n'auraient pas pu être exposés en direct en application de la réglementation ;
- l'assimilation des contrats passés de gré à gré avec des contrats cotés sur des marchés à terme réglementés ne permet pas de changer la nature des opérations à terme : ainsi, les indices ou autres éléments de référence du contrat doivent conserver un lien avec les marchés d'instruments financiers, quelles que soient les techniques financières utilisées pour rechercher l'obtention de la performance. Dans le même esprit, l'utilisation de contrats de gré à gré ne saurait avoir pour objectif, ni pour effet, d'exposer les porteurs de parts d'OPCVM à des risques auxquels la réglementation en vigueur interdit de les exposer en direct.

Utilisation des dérivés de crédit

Dans le cadre du décret du 10 décembre 1998 qui avait élargi les possibilités de recours à des contrats à terme par les OPCVM, ceux-ci ont conclu des contrats visant à les couvrir ou à les exposer au risque de crédit (*credit default swap, total return swap, credit spread options...*) en utilisant des sous-jacents aux contrats qui n'avaient pas la nature d'instruments financiers (des crédits bancaires).

Le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 a été récemment modifié⁴⁰. Il exclut l'utilisation de contrats à terme par des OPCVM portant sur des actifs qui ne sont pas eux-mêmes directement éligibles au sein de leur portefeuille. Cela exclut, en conséquence, les contrats à terme sur crédits bancaires.

Le décret octroie aux professionnels un délai de neuf mois pour se mettre en conformité avec la réglementation en vigueur. Ce délai doit être mis à profit pour qu'un groupe de travail constitué par le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie puisse définir un possible cadre d'intervention pour les OPCVM en la matière.

(39) Mise en œuvre du chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998 prise en application du règlement n° 89-02 de la COB.

(40) Le décret n° 89-624 a été modifié par le décret n° 2002-278 du 26 février 2002.

c) Concernant les acteurs

Correspondant centralisateur des OPCVM étrangers

Il est rappelé que tout OPCVM de droit étranger demandant une autorisation de commercialisation en France doit avoir conclu au préalable une convention avec un correspondant centralisateur, établi en France.

Délégations financières

Il est également rappelé que le délégataire doit être obligatoirement habilité à gérer des portefeuilles ou des OPC par une autorité publique ou ayant reçu délégation par une autorité publique. De plus, le délégant doit avoir la possibilité juridique, les moyens et l'organisation de pouvoir, à tout moment, contrôler son prestataire.

H LA RÉFORME DU DÉMARCHAGE ET L'ENCADREMENT DE LA PROFESSION DE CONSEILLER EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS

Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a confié au cours de l'année 2000 à M. Emmanuel Rodocanachi une mission de réflexion et de proposition sur les adaptations nécessaires de la législation sur le démarchage financier⁽⁴¹⁾. À l'issue de cette mission, le rapporteur a remis au ministre un rapport et une proposition de texte de loi.

Cette proposition a été reprise dans le projet de loi de DDOEF⁽⁴²⁾ de mai 2001. L'exposé des motifs rappelle que *"le cadre juridique du démarchage financier, qui résulte de textes disparates⁽⁴³⁾, est complexe, imprécis, incomplet et inadapté. Il est mal connu des consommateurs, dont il n'assure pas de manière satisfaisante la protection, mais également des professionnels."* Le dispositif actuel est ancien (essentiellement des lois de 1885 et 1972) et dépassé par les évolutions du marché des produits financiers et des techniques de prospection.

Le projet de loi comprend deux volets, l'un consacré au démarchage, l'autre créant une nouvelle profession réglementée de conseiller en investissements financiers.

Le projet prévoit une nouvelle définition du démarchage financier, couvrant un large champ de produits et de services. Il repose sur trois principes simples :

- "- la responsabilisation de toute la chaîne des intervenants à l'égard des manquements éventuels, par un système clair de mandats explicites, avec en outre, une obligation d'assurance en responsabilité civile professionnelle pour les démarcheurs ;*
- l'obligation d'une information complète et appropriée de la personne démarchée, ainsi que la mise en place à son bénéfice d'un délai de rétractation après la conclusion du contrat ;*
- la facilité des vérifications et des recours pour la personne démarchée".*

À la réforme du démarchage s'ajoute l'encadrement de la profession de conseiller en investissements financiers, qui n'est aujourd'hui régie par aucun texte.

(41) Rapport annuel COB 2000, pages 30 à 32.

(42) Projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

(43) Le démarchage est aujourd'hui encadré par cinq régimes législatifs différents : la loi du 28 mars 1885 qui s'applique aux instruments à terme et aux opérations sur un marché étranger de valeurs mobilières, la loi n° 66-1010 du 28 décembre 1966 relative à l'usure et aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité qui s'applique aux biens divers et aux SCPI, la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 qui s'applique au démarchage en valeurs mobilières, dont les organismes de placement collectifs, la loi du 22 décembre 1972 relative à la protection des consommateurs qui est un texte de portée générale, enfin le Code des assurances en matière de contrats d'assurance ou de capitalisation.

Les dispositions du projet concernant le rôle des autorités de tutelle méritent une réflexion particulière. Il s'agit de l' "enregistrement" des démarcheurs, des sanctions disciplinaires, de l' "agrément" formel des associations professionnelles représentatives des conseillers financiers, et des règles de bonne conduite.

Sur le premier point, le projet de loi prévoit que *"les personnes habilitées à recourir au démarchage" (notamment les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance) et celles qui sont "mandatées" sont "enregistrées en tant que démarcheurs, selon leur activité, auprès de la COB, du CMF, du CECEI ou de l'autorité chargée de l'agrément des entreprises d'assurance, selon leur activité, les personnes salariées ou mandataires à qui elles confient le soin d'effectuer pour leur compte des activités de démarchage bancaire ou financier..."*.

Les conseillers personnes physiques devront donc se faire enregistrer auprès de la Commission en qualité de démarcheur dès lors qu'ils *"effectuent des actes de démarchage"*. Un fichier librement consultable par le public sera tenu conjointement par les différentes autorités.

Par ailleurs, les sanctions disciplinaires se réfèrent explicitement à la procédure de sanction de la Commission prévue à l'égard du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers⁴⁴. Cette disposition confère à la COB pour les démarcheurs enregistrés auprès d'elle, comme pour les autres autorités, un pouvoir disciplinaire. Le projet de loi donne également à la Commission un pouvoir d'agrément des associations professionnelles des conseillers en investissements financiers, *"en considération notamment de leur représentativité et de leur aptitude à remplir leur mission"*. Enfin, la Commission serait chargée d'approuver les codes de bonne conduite des associations professionnelles.

La Commission souhaite la mise en œuvre rapide de cette réforme qui constituera une étape nécessaire à la modernisation du dispositif actuel en matière de démarchage.

I LE BLANCHIMENT DANS LE SECTEUR DE LA GESTION POUR LE COMPTE DE TIERS

La lutte contre le blanchiment s'inscrit essentiellement dans un contexte international et nécessite une coopération administrative et judiciaire renforcée avec les places financières *off shore*. Les efforts de coopération se sont ainsi intensifiés au lendemain des attentats du 11 septembre aux Etats-Unis.

La place financière de Paris demeure vulnérable au blanchiment des capitaux en raison, notamment, des millions d'opérations qui s'y traitent chaque jour et de la variété des produits financiers qui y sont proposés. Depuis 1990, la France consolide son dispositif anti-blanchiment. Ainsi, la loi du 12 juillet 1990 impose-t-elle aux personnes (autres que les organismes financiers) qui, *"dans l'exercice de leur profession, réalisent, contrôlent ou conseillent des opérations entraînant des mouvements de capitaux, [...] de déclarer au procureur de la République les opérations dont elles ont connaissance et qui portent sur des sommes qu'elles savent provenir"* du trafic des stupéfiants ou d'activités criminelles organisées⁴⁵.

Dans ce cas, il appartient au juge de vérifier que l'intermédiaire connaissait l'origine des capitaux qu'il avait acceptés et qu'il avait conscience d'être en faute. La loi impose donc un élément intentionnel qui ne permet pas de faire du délit de blanchiment un délit passif.

La loi est plus exigeante à l'égard des organismes financiers⁴⁶ – dont les établissements de crédit et les entreprises d'investissement – en leur imposant de déclarer à un service, dénommé TRACFIN⁴⁷, placé

(44) Prévue par les articles L. 341-25 et L. 341-26 du Code monétaire et financier.

(45) Article L. 561-1 du Code monétaire et financier.

(46) Article L. 562-1 du Code monétaire et financier.

(47) TRACFIN : Service de traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins.

sous l'autorité du ministre chargé de l'économie : *“les sommes inscrites dans leurs livres qui pourraient provenir du trafic de stupéfiants ou d'activités criminelles organisées ; les opérations qui portent sur des sommes lorsque celles-ci pourraient provenir du trafic de stupéfiants ou d'activités criminelles organisées”*.

Les sociétés de gestion en tant qu'entreprises d'investissement sont tenues d'appliquer ces dispositions complétées, notamment, par l'article 18 du règlement de la COB n° 96-03 : *“Chaque prestataire doit se doter d'une organisation et de procédures permettant de répondre aux prescriptions de vigilance et d'informations prévues par la loi n° 90-614 du 12 juillet 1990 modifiée relative à la participation des organismes financiers à la lutte contre le blanchiment des capitaux provenant du trafic de stupéfiants et les textes pris pour son application”*.

Il appartient aux sociétés de gestion d'identifier les opérations à risques, qu'il s'agisse par exemple, de celles qui portent sur des sommes qui pourraient provenir du trafic des stupéfiants ou d'activités criminelles organisées ou des opérations dont l'identité du donneur d'ordres ou du bénéficiaire reste douteuse.

Ainsi, le gestionnaire sous mandat se trouve dans l'obligation de vérifier l'identité de ses clients ou des bénéficiaires des opérations.

Les sociétés de gestion peuvent être amenées à faire la preuve de leur diligence dans ce domaine. Aussi doivent-elles tenir à la disposition des autorités leurs documents d'analyse qu'il s'agisse de l'identification de leurs clients ou des opérations.

La Commission, en liaison avec les professionnels et TRACFIN, réfléchit à une transposition adaptée à l'activité de la gestion, notamment, du dispositif mis en place par la Commission bancaire pour les établissements sous sa tutelle⁽⁴⁸⁾.

J LA RÉFLEXION SUR LE RISQUE OPÉRATIONNEL EN MATIÈRE DE GESTION POUR LE COMPTE DE TIERS

L'orientation actuelle retenue en ce qui concerne les fonds propres des prestataires de services d'investissement envisage de soumettre l'activité de gestion pour le compte de tiers à deux exigences.

La première, en réponse à la directive OPCVM modifiée, établira le niveau de fonds propres des sociétés de gestion à 125 000 euros ou 0,02 % de l'actif sous gestion, si celui-ci dépasse 250 millions d'euros, avec un plafond en capital de 10 millions d'euros.

La seconde, en réponse à la directive concernant les services d'investissement (DSI), sera elle-même liée à la directive relative à l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (CAD⁽⁴⁹⁾). Elle s'appuiera sur les nouveaux critères du Comité de Bâle, qui incorporeront la notion de risque opérationnel.

La Commission s'est associée en 2001 à différentes réflexions menées sur ce sujet, notamment à une étude quantitative menée par la Commission européenne visant à déterminer l'impact des risques opérationnels sur le niveau de fonds propres des entreprises d'investissement de l'Union européenne (les résultats de cette étude ne sont pas encore disponibles).

(48) L'instruction de la Commission bancaire n° 2000-09 du 18 octobre 2000 impose aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement de remettre un état annuel au plus tard le 31 janvier de chaque année.

(49) CAD : Capital Adequacy Directive.

Ces réflexions sur le risque opérationnel dans le secteur de la gestion appellent les trois observations générales suivantes :

- le risque opérationnel doit être au cœur des préoccupations tant du régulateur que des professionnels. Ce risque, dans les sociétés de gestion est de nature différente de celui suivi dans les activités bancaires : il ne constitue pas une approche complémentaire du suivi des risques de crédit et de marchés attachés aux produits souscrits (risque normalement supporté par le client), il doit être tourné vers l'appréhension du risque de perte anormale pour le client entraînée par un dysfonctionnement de la société de gestion et de ses prestataires ;

- ce risque n'a pas vocation à être couvert exclusivement par des exigences de fonds propres : en premier lieu, les accidents en matière de gestion peuvent représenter des pertes sans commune mesure avec les fonds propres couramment disponibles au sein des sociétés, en second lieu, il serait très difficile de porter ces fonds propres à un niveau remettant en cause la spécificité des sociétés de gestion, qui doivent intervenir principalement pour le compte de tiers et non pour compte propre ;

- ce risque doit enfin être maîtrisé par des moyens adéquats : ceux-ci concernent notamment la mise en place des systèmes de contrôle nécessaires au plan interne et au plan externe (rôle des dépositaires et des commissaires aux comptes).

