

La gestion d'actifs financiers pour compte de tiers en 2001

Pour suivre le secteur de la gestion d'actifs pour le compte de tiers, la Commission dispose de fiches de renseignements annuelles transmises par les sociétés de gestion et les autres prestataires de services d'investissement exerçant à titre accessoire une activité de gestion. Les données sont envoyées obligatoirement dans les quatre mois suivant la clôture de leur exercice, conformément à l'article 14 du règlement de la COB n° 96-02. Une analyse détaillée est ensuite réalisée par la Commission¹. C'est pourquoi, lors de la rédaction du rapport annuel 2002, seules les données de l'année 2001 sont disponibles.

En 2001, le secteur de la gestion a directement été affecté par le contexte économique mondial et a dû faire face simultanément à l'impact négatif des marchés actions, à la difficulté de lever de nouveaux fonds et à l'effet de la baisse des taux sur les produits monétaires. Néanmoins, les investisseurs ont continué à manifester leur confiance pour les techniques de gestion financière collective, en privilégiant toutefois des produits défensifs.

L'année 2001 a été marquée par les trois évolutions suivantes :

- une progression modérée des encours sous gestion et le succès enregistré par certains produits: la multigestion, les ETF², les fonds à formule et la gestion alternative ;
- le dynamisme en matière de création de sociétés n'a pas fléchi en 2001, puisque la COB a accordé 59 agréments, dont plus de la moitié dans le domaine du capital investissement ;
- un repli des résultats des sociétés de gestion après plusieurs années de croissance.

La consolidation du montant des encours gérés pour le compte de tiers au 31 décembre 2001

En dépit du ralentissement économique, l'année 2001 s'est terminée par une progression modérée des encours sous gestion (7,3 %). L'évolution de l'encours des OPCVM à vocation générale a été marquée par une décélération plus sensible avec une croissance ramenée à 4,5 %. Les encours totaux s'établissent ainsi, fin 2001, à 1 623 milliards d'euros, contre 1 513 fin 2000³.

L'évolution des encours sous gestion a été très inégale selon les types d'actifs, marquée par un recul sensible pour les actifs actions et diversifiés, tandis que, les OPCVM monétaires ont représenté plus de la moitié de la collecte nette.

En grande masse, les 46 premières sociétés géraient près de 90 % du total des actifs sous gestion. A l'opposé, les 252 plus petites sociétés géraient 1 % des encours au 31 décembre 2001.

Une dégradation de la rentabilité des sociétés de gestion

Malgré l'augmentation des encours, l'année 2001 a été marquée par un repli des résultats des sociétés de gestion. Le chiffre d'affaires global a baissé de 2,4 %, à près de six milliards d'euros. La progression de 5,4 % des charges a amplifié la chute du résultat d'exploitation (- 20,4 %), abaissant la marge d'exploitation à 24,6 % en 2001 contre 30,2 % en 2000. Dans ce contexte, près de 28 % des sociétés de gestion ont subi une perte nette d'exploitation en 2001, les plus touchées étant celles qui géraient moins de 250 millions d'euros et celles en phase de démarrage. Le résultat net agrégé de l'ensemble des sociétés de gestion s'est élevé à 1 235 millions d'euros, en baisse de 10,8 % par rapport à 2000.

(1) Le bilan complet a été publié dans le bulletin mensuel COB, n° 372 de septembre 2002.

(2) *Trackers*, également appelés *ETF -Exchange Traded Funds*. Il s'agit de fonds indiciels cotés.

(3) En retraçant les doubles comptes liés à la comptabilisation des fonds nourriciers ainsi que les OPCVM investis dans les mandats de gestion, les encours totaux s'établissent à 1 411 milliards d'euros en 2001 contre 1 326 en 2000 (en progression de 6,4 %).

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|--|------------|-------|-------|-------|-------|
| GESTION DE VALEURS MOBILIÈRES | | | | | |
| AGRÈMENTS DE SOCIÉTÉS DE GESTION : | 61 | 42 | 62 | 59 | 36 |
| - DONT SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE | 52 | 37 | 58 | 56 | 33 |
| - DONT SOCIÉTÉS DE GESTION D'OPCVM | 9 | 5 | 4 | 3 | 3 |
| OPCVM AGRÉÉS : | 1 286 | 1 073 | 1 267 | 1 354 | 1 204 |
| - DONT SICAV | 78 | 57 | 112 | 44 | 27 |
| - DONT FCP À VOCATION GÉNÉRALE | 926 | 732 | 843 | 967 | 826 |
| - DONT FCPR | 41 | 55 | 54 | 35 | 37 |
| - DONT FCPE | 234 | 222 | 255 | 303 | 312 |
| - DONT FCIMT | 7 | 7 | 3 | 5 | 2 |
| OPCVM À PROCÉDURE ALLÉGÉE DÉCLARÉS | SANS OBJET | 257 | 261 | 213 | 189 |
| NOMBRE D'AGRÈMENTS DE TRANSFORMATION D'OPCVM | 2 227 | 2 422 | 2 104 | 1 797 | 2 586 |
| NOMBRE D'AUTORISATIONS POUR DES OPCVM EUROPÉENS* | 443 | 524 | 609 | 503** | 461 |
| AUTRES PRODUITS DE GESTION | | | | | |
| NOMBRE DE VISAS DE FCC & COMPARTIMENTS | 11 | 7 | 4 | 8 | 7 |
| NOMBRE DE VISAS DE SCPI : | 8 | 8 | 14 | 12 | 10 |
| - DONT OUVERTURES AU PUBLIC | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| - DONT AUGMENTATIONS DE CAPITAL | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 |
| - DONT CHANGEMENTS DE PRIX, MISES À JOUR DE NOTES D'INFORMATION | 6 | 6 | 8 | 11 | 9 |
| NOMBRE DE VISAS DE SOFICA : | 6 | 9 | 8 | 9 | 6 |
| - DONT CONSTITUTIONS | 4 | 7 | 5 | 6 | 4 |
| - DONT AUGMENTATIONS DE CAPITAL | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| NOMBRE DE VISAS DE SOFIPÊCHE : | | | 8 | 7 | 4 |
| - DONT CONSTITUTIONS | SANS OBJET | | 7 | 7 | 4 |
| - DONT AUGMENTATIONS DE CAPITAL | | | 1 | 0 | 0 |

* ou compartiments

** chiffres rectifiés

Source : COB

La gestion de l'épargne

1

LES ACTEURS DE LA GESTION D'ACTIFS

A LES OPÉRATEURS

Devant faire face à la chute des marchés boursiers et à une conjoncture économique difficile, le secteur de la gestion pour compte de tiers a traversé une année difficile. Toutefois, le nombre des opérateurs a continué de croître. Dans le même temps, la diversification de l'offre (développement des fonds à formule, des OPCVM éthiques, des fonds alternatifs...) a permis d'attirer de nouveaux investisseurs.

1 Le bilan des sociétés de gestion agréées au 31 décembre 2002

a) Les procédures d'agrément en 2002

Les agréments accordés en 2002 mettent en évidence deux évolutions :

- d'une part, après un net ralentissement des demandes en début d'année, le second semestre a été caractérisé par une reprise des demandes d'agrément ;
- d'autre part, celles-ci sont concentrées sur le capital investissement et la gestion alternative.

Après l'instruction d'un dossier de demande de création de la part d'une société de gestion et avant de lui accorder l'autorisation d'exercer une activité de gestion, la Commission fonde la délivrance de son agrément ou de son approbation sur l'avis du Comité consultatif de la gestion financière (CCGF) conformément à l'article L. 621-29 du code monétaire et financier. La composition de ce dernier est définie par l'article L. 621-28.

Au cours de l'année 2002, le Comité n'a pas seulement émis des avis sur les programmes d'activité de gestion de portefeuille présentés, mais s'est également prononcé sur les sujets situés au cœur de l'actualité financière tels que le rapport sur les frais de gestion, les projets de régulation devant encadrer de nouvelles formes de gestion - la gestion alternative indirecte, l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM, les fonds à formule ou la réforme du statut des SAS⁴.

(4) SAS : société par actions simplifiée.

Lors de l'examen des dossiers, le CCGF a eu l'occasion de s'exprimer sur des sujets tels que :

- l'autonomie de la gestion (qui doit être effective tout autant pour les sociétés entrepreneuriales que pour les entités filiales de groupes internationaux);
- l'exercice des fonctions de contrôle (contrôle interne, déontologie, contrôle des risques, fonctions qui doivent être dissociées de celle de la gestion);
- l'adaptation du champ de l'agrément en fonction des différents types d'organisation rencontrés (par exemple, dans le domaine du capital investissement, il a souhaité que, selon les cas, les agréments délivrés soient limités aux investisseurs qualifiés ou à la gestion d'un portefeuille de participations détenu en compte propre).

b) Le bilan des agréments en 2002

La Commission a délivré au cours de l'année 2002, après avis du CCGF, 36 agréments (59 en 2001), approuvé 5 extensions d'agrément (6 en 2001) et 4 programmes d'activité de gestion de portefeuille présentés par des prestataires de services d'investissement (3 en 2001), satisfaisant au total à 45 nouvelles demandes d'autorisation de gestion contre 68 en 2001.

Sur l'année, les agréments délivrés se répartissent ainsi :

- gestion classique : 14 agréments et 2 extensions d'agrément. Sur ces 16 demandes, 11 ont fait l'objet de restrictions sur l'utilisation d'instruments financiers dérivés;
- capital investissement : 14 agréments et 1 extension d'agrément. Sur ces 15 décisions, 8 ont fait l'objet d'une restriction de l'offre aux seuls investisseurs qualifiés;
- multigestion alternative : 6 agréments et 2 extensions;
- gestion de fonds communs d'intervention sur les marchés à terme : 1 agrément;
- épargne salariale : 1 agrément.

Les 4 programmes d'activité présentés par des prestataires de services d'investissement l'ont été dans le cadre d'une rationalisation des activités au sein des groupes concernés.

Parallèlement, 22 sociétés de gestion ont disparu en 2002, la Commission ayant procédé à 14 retraits d'agrément et constaté la caducité de 8 agréments.

Mise à part une décision de sanction⁵ disciplinaire prononcée par la Commission, les retraits d'agrément ont pour origine :

- une levée de fonds insuffisante (3) ou la liquidation des fonds communs sous gestion (2);
- une absence constatée (2) ou une cessation d'activité de gestion pour le compte de tiers (7);
- une opération de fusion (5) ou une dissolution de la société (1);
- la transformation d'une société de gestion d'OPCVM en société de gestion de portefeuille (1).

(5) Voir supra Chapitre IV - L'intégrité du marché, page 213.

c) Le refus d'agrément d'une société en qualité de société de gestion de portefeuille

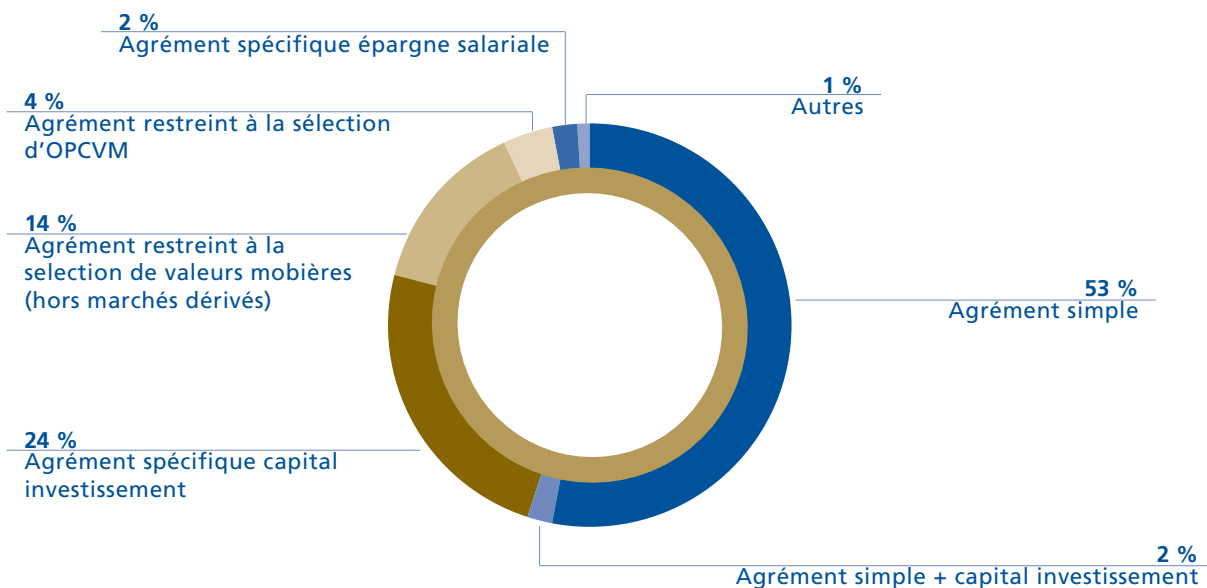
Dans le cadre des pouvoirs d'appréciation du programme d'activité qui lui sont conférés par les articles L. 532-4 et L. 532-9 7. du code monétaire et financier, la Commission a considéré que les conditions d'exercice de l'activité de cette société n'étaient pas conformes aux exigences du règlement COB n° 96-02 relatives à la permanence et l'adaptation des personnels aux activités exercées.

2 La population des sociétés de gestion au 31 décembre 2002

La population des sociétés de gestion s'établit au 31 décembre 2002 à 534 unités contre 520 un an plus tôt.

Depuis la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996, les agréments ont été modulés pour prendre en compte la diversité des programmes d'activité et des organisations.

Répartition des sociétés de gestion en fonction de leur agrément en 2002



Source : COB

3 Les sociétés de gestion exerçant sous forme de SAS (société par actions simplifiée)

Le 2 juillet 2002, la chambre commerciale de la Cour de cassation a rendu un arrêt précisant la portée de l'article L. 227-6 du code de commerce qui prévoit que la SAS « est représentée à l'égard des tiers par un président ». La Cour en a déduit « que la SAS est représentée, à l'égard des tiers, par son seul président... ».

Cet arrêt a conduit la Commission à s'interroger sur les conditions d'appréciation du respect de la règle des « quatre yeux » par des SAS qui sollicitent leur agrément en qualité de société de gestion⁶.

La COB avait déjà admis que l'une des deux personnes déterminant l'orientation de la gestion pouvait ne pas être dirigeant social dès lors que cette personne désignée dans le dossier d'agrément par la société de gestion s'était vue confier effectivement la responsabilité de la détermination de l'orientation de la société. En l'absence d'organe délibérant dans les SAS, la Commission a décidé que la désignation de la deuxième personne déterminant l'orientation de la société devrait être mentionnée dans les statuts. Cette position a notamment été rappelée à l'occasion d'un commentaire des effets de la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite « loi NRE »⁷.

A la lumière de l'arrêt rendu par la Cour de cassation, l'examen des pratiques adoptées par les sociétés souhaitant adopter le statut de SAS a conduit la Commission à considérer que :

- les statuts doivent prévoir que le président de la société détermine effectivement l'orientation de la société ;
- le second dirigeant, qui ne peut être mandataire social en raison même du statut de la société, doit disposer des pouvoirs nécessaires pour déterminer aux côtés du président l'orientation de la société ; ces pouvoirs doivent être énoncés avec précision dans les statuts et porter au moins sur la détermination effective de l'orientation de la société et l'information comptable et financière ;
- le procès-verbal de nomination du second dirigeant doit être adressé à la COB et mentionner le contenu de ses pouvoirs ;
- tous les changements de statuts seront soumis à autorisation préalable de la COB ;
- pour les sociétés de gestion déjà agréées, si les pouvoirs des dirigeants responsables ne sont pas actuellement définis dans les statuts, toute modification desdits pouvoirs devra être soumise à la COB.

Cette position a été portée à la connaissance des acteurs de la gestion dans le bulletin mensuel de la Commission⁸.

(6) A la fin 2002, le statut de SAS a été adopté par 45 sociétés de gestion de portefeuille sur 433, et par 6 sociétés de gestion d'OPCVM sur 103.

(7) Bulletin mensuel COB, n° 366 de mars 2002.

(8) Bulletin mensuel COB, n° 369 de juin 2002.

4 Les autres prestataires de services d'investissement (PSI)

Au 31 décembre 2001⁹, 158 PSI (hors sociétés de gestion) bénéficiant d'une autorisation pour exercer une activité de gestion pour le compte de tiers exerçaient effectivement une activité de gestion sous mandat.

L'encours des mandats gérés dans ce cadre a baissé d'environ 10 % en un an pour s'établir à 81,5 milliards d'euros¹⁰ (soit 5,3 % des encours de l'industrie de la gestion pour le compte de tiers en France en 2001). Cette diminution s'explique notamment par le transfert des actifs sous gestion d'une vingtaine de prestataires dans le courant de l'année au profit de sociétés de gestion, pour un montant d'environ 7 milliards d'euros. A périmètre équivalent, l'encours géré par ces PSI est resté stable entre 2001 et 2002.

5 Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2002, 100 établissements proposent une prestation de dépositaire d'OPCVM.

Les grands établissements financiers occupent une place prépondérante dans le classement des dépositaires. Les 25 premiers dépositaires concentrent 91 % des actifs et les trois quarts 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.

Répartition des dépositaires en fonction de leurs actifs par quartiles au 31 décembre 2002

| Répartition des dépositaires par quartiles | Actif net déposé | Répartition de l'actif net déposé | Nombre d'OPCVM déposés | Répartition des OPCVM déposés |
|--|------------------|-----------------------------------|------------------------|-------------------------------|
| PREMIER QUARTILE | 728 | 91 % | 5 915 | 76 % |
| DEUXIÈME QUARTILE | 63 | 8 % | 1 318 | 17 % |
| TROISIÈME QUARTILE | 11 | 1 % | 397 | 5 % |
| DERNIER QUARTILE | 2 | 0 % | 161 | 2 % |
| TOTAL | 804 | 100 % | 7 791 | 100 % |

* en milliards d'euros

Source : COB

(9) Les statistiques relatives à l'année 2002 n'étaient pas disponibles lors de la publication du présent rapport.

(10) A noter que deux établissements de crédit se partagent la gestion à eux seuls près de 51,5 % de l'encours total.

B LE BILAN DE LA SURVEILLANCE

1 Les missions de la Commission en matière de surveillance du secteur de la gestion pour le compte de tiers

La Commission assure au travers de vérifications sur pièces et sur place un suivi régulier des sociétés de gestion de portefeuille, des sociétés de gestion collective, des prestataires de services d'investissement (PSI) exerçant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire et des établissements dépositaires d'OPCVM.

Le contrôle de ces entités consiste à vérifier la conformité des conditions d'activité aux déclarations sur la base desquelles la Commission leur a délivré un agrément ou a approuvé leur programme d'activité, et à s'assurer que celles-ci disposent en permanence de moyens adaptés. Ce contrôle porte également sur les règles de bonne conduite qui sont applicables à ces sociétés.

a) Les vérifications sur pièces

Ces vérifications ont été effectuées sur l'ensemble des sociétés de gestion, des OPCVM et la majeure partie des autres prestataires de services d'investissement. Elles ont notamment porté en 2002 sur :

- l'adhésion des sociétés de gestion à une association professionnelle conformément à l'article L. 531-8 du code monétaire et financier : environ 15 % des sociétés n'adhéraient à aucune association professionnelle au 31 décembre 2002 ;
- le niveau des fonds propres : 41 sociétés de gestion présentaient un niveau de fonds propres insuffisant au regard des exigences réglementaires, susceptible de conduire à un retrait d'agrément d'office. Au 31 décembre 2002, leur situation a été régularisée (augmentation de capital, mise en place de prêts d'actionnaire, diminution du montant des dividendes distribués...);
- l'examen des comptes annuels et des fiches de renseignements annuelles.

b) Les vérifications sur place

Pour l'année 2002, 80 sociétés de gestion ou prestataires de services d'investissement ont fait l'objet d'une visite de la Commission.

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 législatives et réglementaires ainsi qu'au dossier d'agrément.

En général, un contrôle sur place se déroule sur une brève période. Dans la grande majorité des cas¹¹, la Commission a adressé une lettre d'observation faisant part des anomalies relevées au cours des contrôles et demandant à la société de régulariser sa situation.

Pour les visites liées à une extension d'agrément, les anomalies ont été corrigées préalablement à la présentation des sociétés au CCGF.

(11) L'ampleur et la gravité des dysfonctionnements constatés peuvent conduire le directeur général de la Commission à ouvrir une enquête. Au 31 décembre 2002, 11 sociétés de gestion étaient concernées par une enquête de la Commission.

Sur l'ensemble des anomalies relevées en 2002, les plus fréquentes concernaient les sujets suivants.

- L'organisation des acteurs de la gestion, notamment les moyens en personnel, les conflits d'intérêt et les incompatibilités de fonctions :

ainsi, il a été trop souvent constaté que des sociétés de gestion de taille réduite ne disposaient plus des moyens minimum prévus par les textes. Il est rappelé que la direction des sociétés de gestion doit être assurée de manière effective par au moins deux dirigeants dont un à temps plein. Ces sociétés doivent également disposer en permanence de deux gérants à temps complet possédant l'expérience et la qualification adéquates.

En second lieu, les prestataires de services d'investissement doivent organiser une stricte séparation entre l'activité de gestion pour le compte de tiers et celle pour compte propre.

Enfin, les incompatibilités de fonctions les plus fréquemment constatées sont celles de gérant et de contrôleur interne ou de déontologue. Les personnes ayant une mission de contrôle ne peuvent exercer d'autres activités, opérationnelles notamment, qui seraient soumises à leur propre contrôle.

- L'organisation de l'activité de gestion :

la Commission insiste sur la nécessité pour les sociétés de gestion de prévoir une bonne adéquation entre la gestion qu'elles entendent développer (en termes qualitatifs – marchés étrangers, instruments complexes ou difficiles à valoriser - comme quantitatifs – par exemple en termes de nombres de comptes) et les moyens mis en place dans leur programme d'activité.

Il faut en outre rappeler la nécessité de définir des règles d'affectation préalables en cas d'ordres groupés afin d'assurer notamment un strict respect du principe d'égalité de traitement entre les investisseurs. Les prestataires sont invités à soumettre ces règles à l'appréciation de la Commission, notamment à l'occasion de l'examen de leur programme d'activités.

- Le contrôle interne :

aux termes de la réglementation, les prestataires doivent mettre en place les moyens et procédures permettant de contrôler leurs activités et celles de leurs intermédiaires et dépositaires. La mise en place d'une organisation de contrôle interne, sous la surveillance d'une personne nommément désignée à cet effet au sein de l'établissement, est une exigence centrale pour assurer la fiabilité et le respect des procédures, la prévention du risque opérationnel et, en fin de compte, la sécurité des prestations offertes aux clients.

Les documents attestant des diligences menées en matière de contrôle interne doivent être conservés dans l'établissement. La Commission rappelle que l'absence de cette traçabilité met les prestataires dans l'impossibilité de justifier de l'effectivité du contrôle interne.

S'agissant des sociétés de taille modeste, la Commission autorise au cas par cas que les diligences du contrôleur interne puissent être effectuées par une entreprise extérieure. Cette prestation doit être formalisée dans une convention détaillant le programme de contrôle soumis à l'examen des services de la COB et la périodicité de la mission.

- Le contrôle de la déontologie :

les prestataires de services d'investissement doivent établir un dispositif de contrôle des opérations pour compte propre des personnes affectées à l'activité de gestion afin d'en assurer la transparence, quelle que soit la domiciliation du compte titres.

Les documents permettant d'attester l'application de ce dispositif doivent être établis et conservés.

- Les procédures de lutte contre le blanchiment d'argent :

conformément à l'article 18 du règlement de la COB n° 96-03, les acteurs de la gestion doivent se doter de procédures et d'une organisation permettant de répondre aux prescriptions de vigilance et d'information concernant la lutte contre le blanchiment d'argent.

Avant toute opération pour le compte d'une personne, son identité doit être systématiquement vérifiée et, si elle n'agit pas pour son compte, l'identité du client final doit être connue.

- Les relations avec les clients :

les relations avec les mandants, les porteurs de parts ou les actionnaires d'OPCVM font régulièrement l'objet d'observations notamment au regard des articles 12 du règlement n° 96-02 et 8, 22 et 23 du règlement n° 96-03 de la COB.

Les anomalies relevées portent principalement sur la non conformité des mandats de gestion et sur l'absence d'information concernant la clef de répartition des commissions de mouvement entre les différents intermédiaires et les OPCVM du groupe utilisés dans la gestion. Ces éléments d'information doivent être mentionnés dans le rapport annuel des OPCVM et/ou dans le compte-rendu de gestion annuel des mandants.

Les porteurs de parts ou d'actions d'OPCVM doivent également être informés sur la politique menée par les gérants en matière de droit de vote aux assemblées générales.

- Les relations avec la Commission :

les dispositions de l'article 16 du règlement de la COB n° 96-02 sont trop souvent ignorées: une société de gestion doit aussitôt informer la Commission des modifications portant sur les éléments caractéristiques qui figuraient dans le dossier d'agrément initial.

Il est par ailleurs rappelé qu'une société de gestion dispose d'un délai de six mois pour adresser à la Commission copie du bilan, du compte de résultat et de ses annexes, du rapport annuel de gestion et de ses annexes, ainsi que des rapports général et spécial du commissaire aux comptes.

S'agissant de la fiche de renseignements annuelle, ce délai est de quatre mois.

2 Les visites d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit ayant une activité de dépositaire d'OPCVM

En 2002, certains dépositaires d'OPCVM ont fait l'objet d'une visite par la Commission.

L'objet de ces visites est de vérifier le respect par ces entités de l'instruction de la COB de novembre 1993 relative aux missions et moyens des dépositaires d'OPCVM.

La Commission a adressé à ces sociétés une lettre d'observations faisant part des anomalies relevées. Celles-ci concernent:

- la déficience des règles d'indépendance et de contrôle dépositaire;
- l'absence de contrôle des délégataires;
- la connaissance insuffisante de la réglementation COB en matière de ratios réglementaires, des règles spécifiques

d'investissement mentionnées dans la notice d'information et des règles relatives au montant minimum d'un OPCVM;

- l'absence de contrôle annuel de la fonction dépositaire par le commissaire aux comptes, portant sur la vérification des comptes ouverts dans les livres du dépositaire au nom de l'OPCVM.

L'instruction de la Commission de novembre 1993 se borne à poser les principes fondamentaux de la fonction de dépositaire et à en expliciter les responsabilités. Elle s'apparente à un guide pour établir un cahier des charges qui ne saurait pourtant se limiter à la simple reprise des dispositions contenues dans le texte de la Commission. En effet, le cahier des charges de chaque dépositaire doit préciser et décrire notamment :

- la procédure d'acceptation et de maintien de la mission;
- les procédures de contrôle, notamment sur les valeurs liquidatives (valorisation, ratios, passif) et sur la régularité des décisions de la société de gestion;
- les procédures de traitement des anomalies;
- les conséquences des diligences effectuées antérieurement sur le programme de contrôle annuel (le cas échéant);
- les systèmes d'échange d'informations avec les différentes sociétés de gestion;
- les moyens utilisés par le contrôleur dépositaire (humain et technique).

2

LES OPCVM GÉNÉRAUX

La consolidation de l'encours des OPCVM à vocation générale accentue le ralentissement observé en 2001 ainsi que la redistribution par classe d'actifs: le poids des OPCVM actions s'est de nouveau réduit en raison de performances largement négatives et d'une collecte nette moins soutenue que les années précédentes. En revanche, les OPCVM de taux, notamment monétaires, ont pleinement bénéficié de la recherche de placements moins volatils.

A LES PRODUITS À VOCATION GÉNÉRALE : BILAN DES AGRÉMENTS AU 31 DÉCEMBRE 2002

1 Les agréments délivrés aux OPCVM à vocation générale

L'année 2002 marque le pas en termes d'agréments accordés par la Commission, après une croissance ininterrompue du nombre d'OPCVM agréés depuis 1999. Néanmoins, la Commission a agréé la création de 853 OPCVM (826 FCP et 27 SICAV) au cours de l'année.

Répartition des nouveaux OPCVM agréés en 2002 par catégories COB

| Classification | Nombre d'OPCVM agréés en 2002 | Répartition en % | Encours des fonds agréés en 2002 au 31/12/2002* | Répartition en % | Répartition de l'encours de l'ensemble des OPCVM** au 31/12/2002 |
|---|-------------------------------|------------------|---|------------------|--|
| ACTIONS FRANÇAISES | 30 | 4 % | 1,5 | 3 % | 5 % |
| ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO | 52 | 6 % | 1,2 | 3 % | 3 % |
| ACTIONS DES PAYS DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE | 9 | 1 % | NS | NS | NS |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 120 | 14 % | 3,2 | 7 % | 7 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EURO | 62 | 7 % | 4,7 | 10 % | 11 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX | 35 | 4 % | 1,6 | 3 % | 7 % |
| MONÉTAIRE EURO | 47 | 6 % | 17,7 | 36 % | 38 % |
| MONÉTAIRE À VOCATION INTERNATIONALE | 4 | NS | 0,1 | NS | NS |
| DIVERSIFIÉ | 316 | 37 % | 8,5 | 17 % | 22 % |
| GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION | 178 | 21 % | 10,1 | 21 % | 6 % |
| TOTAL | 853 | 100 % | 48,7 | 100 % | 100 % |

* en milliards d'euros

** OPCVM nourriciers inclus

Source : COB

La montée en puissance du nombre total d'OPCVM garantis ou assortis d'une protection est l'évolution la plus notable. Cette catégorie d'OPCVM a représenté le cinquième des agréments comme des encours levés par les nouveaux fonds en 2002.

2 Les transformations d'OPCVM

Le nombre total de transformations d'OPCVM s'établit à 2 586, en augmentation de 44 % par rapport à l'année précédente. Près de 37 % des transformations en 2002 concernent les fonds communs de placement d'entreprises (FCPE). En effet, la mise en œuvre de la loi du 19 février 2001 entraîne la mise à jour des documents d'information (notices et règlements) de ces fonds.

Certaines sociétés de gestion ont, en outre, pris occasion de la baisse des valorisations des fonds pour rationaliser leur gamme de produits. Cette rationalisation s'est notamment traduite par des opérations de fusion d'OPCVM présentant des caractéristiques de gestion similaires (le nombre de fusions est passé de 188 en 2001 à 312 en 2002). Les autres transformations concernent des changements de dépositaires, de délégataires administratifs et comptables, de dénomination d'un fonds ou d'une société de gestion.

3 Les OPCVM à procédure allégée

Créés en 1998¹², les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ne sont pas soumis à agrément de la Commission mais à une simple procédure déclarative. En contrepartie, ils sont réservés aux investisseurs qualifiés ou aux personnes physiques investissant plus de 500 000 euros. En 2002, 189 OPCVM à procédure allégée ont été déclarés à la Commission contre 213 en 2001.

(12) Rapport annuel COB 1998, page 124.

Fin décembre 2002, le nombre d'OPCVM à procédure allégée s'établit à 585 contre 564 l'année précédente, essentiellement sous forme de FCP (563). L'encours total, en augmentation de 34 %, s'élève à 58,4 milliards d'euros en 2002 contre 41,3 milliards d'euros en 2001, 30,8 en 2000 et 9,4 en 1999.

Il faut toutefois souligner que sur cet encours, un fonds, géré par la société Efiposte Gestion, représente à lui seul 25,3 milliards d'euros (18 milliards d'euros en 2001). En neutralisant l'impact de ce fonds, la progression de l'encours est de 48 % en un an.

Répartition des OPCVM à procédure allégée au 31 décembre 2002 par catégories COB

| Classification | Nombre de fonds | Encours au 31/12/2002 | Répartition des encours en % |
|--|-----------------|-----------------------|------------------------------|
| ACTIONS FRANÇAISES | 1 | NS | NS |
| ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO | 11 | 0,4 | 1 % |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 33 | 0,8 | 1 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE LIBEL. EN EURO | 48 | 2,4 | 4 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX | 20 | 27,2 | 47 % |
| MONÉTAIRE EURO | 22 | 7,2 | 12 % |
| MONÉTAIRE À VOCATION INTERNATIONALE | 3 | 0,1 | NS |
| DIVERSIFIÉ | 350 | 17,1 | 29 % |
| GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION | 97 | 3,2 | 5 % |
| TOTAL | 585 | 58,4 | 100 % |

Les encours sont en milliards d'euros

Source : COB

L'augmentation de 17 milliards d'euros de l'encours de ces OPCVM s'explique pour environ 16,5 milliards d'euros par la collecte nette et pour 0,5 milliard d'euros par l'évolution de la valeur des parts (hors effet coupons : environ 1,3 milliard d'euros).

Par comparaison, l'encours des 1337 fonds agréés dits « réservés à 20 souscripteurs au plus » (anciennement dénommés « non offerts au public ») s'élève à 81,2 milliards d'euros, en légère diminution par rapport à 2001 (- 4,4 %).

B LES ÉVOLUTIONS DES PRODUITS

1 Les OPCVM indiciels cotés

Au 31 décembre 2002, 33 OPCVM indiciels étaient cotés¹³ sur Euronext Paris contre 22 une année auparavant. L'encours de ces instruments financiers a connu une forte croissance pour atteindre près de 6 milliards d'euros à fin 2002, soit une progression de près de 70 % en l'espace d'une année. Les dix ETF les plus importants rassemblent environ 90 % du total des encours au 31 décembre 2002.

(13) Trackers, également appelés ETF - Exchange Traded Funds. Euronext leur a dédié un segment de marché appelé « Nextrack ».

2 Les autres OPCVM indiciels

Les fonds indiciels sont des OPCVM dont l'objectif de gestion est de répliquer la performance d'un indice de référence, précisé dans leur notice d'information. Au 31 décembre 2002, le nombre de fonds indiciels s'élève à 144 (137 en 2001) pour un encours de l'ordre de 9,8 milliards d'euros contre 9,5 milliards d'euros une année auparavant.

3 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.

Au 31 décembre 2002, 28 OPCVM réunissent un encours de 4,9 milliards d'euros. Le nombre total de compartiments s'élève à 120 contre 128 au 31 décembre 2001. Les compartiments d'actions internationales représentent 50 % du nombre total des compartiments et 64 % des encours. Les compartiments actions européennes représentent 12,5 % du nombre des compartiments et 13 % en valeur.

4 Les OPCVM investissant dans des OPCVM

Depuis qu'en 1998, la possibilité a été donnée à un OPCVM français d'investir jusqu'à la totalité de son actif dans d'autres OPCVM français ou bénéficiant de la procédure de reconnaissance mutuelle de la directive de 1985, les fonds de fonds se sont rapidement développés pour des usages très diversifiés allant des fonds profilés (assemblant selon une répartition pré-définie des expositions taux et actions sous forme de fonds) aux fonds de multigestion¹⁴ (multi-gérants et multi-stratégies).

Les OPCVM investis à plus de 50 % en parts d'autres OPCVM, appelés OPCVM d'OPCVM, représentent 16,5 % du nombre total des produits (1 190 OPCVM) et 8,2 % de l'encours global (60,5 milliards d'euros).

Dans le même temps, beaucoup de fonds utilisent aujourd'hui, en composante minoritaire, l'investissement dans d'autres fonds à côté de l'investissement direct [par exemple pour rechercher une compétence spécifique sur une classe d'actifs précise hors de la société de gestion, ou pour des raisons d'organisation de la production en interne (pour gérer les liquidités *via* un OPCVM monétaire)]. Ainsi, les fonds investis entre 5 et 50 % en autres OPCVM représentent près de 2 300 produits pour 151 milliards d'euros.

Le mélange des gestions directe et indirecte pose le problème du calcul des frais de gestion et de la transparence de l'information pour l'investisseur. La place très importante prise depuis plusieurs années par les OPCVM d'OPCVM en France, qui devrait prendre une nouvelle ampleur en Europe à la suite de l'adoption de la directive européenne¹⁵, doit s'accompagner d'un effort particulier d'amélioration de l'information et du fonctionnement de ce type de produit.

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

| Situation au 31 décembre 2002 Encours en milliards d'euros | 2002 | | |
|---|--------------|--------------|----------------|
| | Nombre | Encours | Répartition |
| OPCVM INVESTIS À MOINS DE 5 % EN PARTS D'OPCVM | 3 743 | 538,0 | 71,7 % |
| OPCVM INVESTIS ENTRE 5 % ET 50 % EN PARTS D'OPCVM | 2 271 | 151,1 | 20,2 % |
| OPCVM INVESTIS À PLUS DE 50 % EN PARTS D'OPCVM | 1 190 | 60,5 | 8,1 % |
| TOTAL DES OPCVM (HORS NOURRICIERS) | 7 204 | 749,6 | 100,0 % |

Source : COB

(14) La multigestion transpose le travail de sélection de valeurs mobilières qu'effectue le gérant dans la gestion traditionnelle (ou directe) aux organismes de placement collectif.

(15) Voir infra Chapitre IV – La gestion de l'épargne, page 154.

5 Les OPCVM maîtres et nourriciers

Fin 2002, 420 OPCVM maîtres représentent un encours total de 128,6 milliards d'euros¹⁶ soit 16 % de l'encours des OPCVM généraux contre 11,4 % en 2001. Le nombre d'OPCVM maîtres et leur encours sont en forte hausse pour la seconde année consécutive (respectivement de 30 % et de 48 %).

On dénombre 587 OPCVM nourriciers pour un encours de 53,5 milliards d'euros, soit 6,7 % de l'encours global (contre 521 OPCVM nourriciers pour un encours de 39,5 milliards d'euros au 31 décembre 2001). Le nombre d'OPCVM nourriciers et leur encours sont en forte hausse également cette année (respectivement de 12 % et de 35 %). 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.

Les OPCVM nourriciers se sont développés pour permettre de bénéficier des effets de taille au niveau des fonds maîtres, ce qui explique qu'ils soient majoritairement utilisés dans la gestion monétaire (74 % de l'encours total). Leur développement s'est confirmé dans le cadre du décret du 26 février 2002 qui permet aux OPCVM nourriciers de s'exposer sur des instruments financiers dérivés à des fins de garantie ou de couverture, et de diversifier ainsi les profils d'exposition offerts à la clientèle à partir d'une même gestion primaire.

6 Les fonds « éthiques »

Le développement des fonds « éthiques » en France répond à une demande croissante de certains investisseurs. Ce mouvement a été lancé depuis plusieurs années dans les pays anglo-saxons dans le cadre de la gestion des fonds de pension.

Il s'agit d'OPCVM investis principalement dans des actions d'entreprises répondant à des critères sociaux et environnementaux. D'une manière générale, la sélection des actifs s'effectue en fonction de notations proposées par des agences spécialisées, ou sur des critères propres aux sociétés de gestion.

La notion d'éthique tend à évoluer vers les concepts de développement durable et d'efficacité à long terme appréciés à partir de paramètres environnementaux et sociaux, voire de bonne gouvernance d'entreprise.

Les fonds éthiques ne reposent donc plus seulement sur des critères moraux par nature délicats à appréhender par le régulateur mais sur des critères plus objectifs de « bonnes pratiques ». L'approche devient ainsi plus professionnelle et voisine de standards plus classiques utilisés par le régulateur pour apprécier, par exemple, la bonne gouvernance des entreprises, le respect des normes professionnelles ou la transparence de l'information.

Les fonds éthiques se distinguent des fonds de partage et des fonds solidaires :

- les fonds de partage ont vocation à reverser une partie des bénéfices réalisés à une association reconnue d'intérêt public¹⁷ ;
- les OPCVM solidaires résultent de l'obligation introduite par la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale de proposer des FCPE solidaires aux adhérents d'un plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV). L'actif de ces FCPE doit notamment être composé entre 5 et 10 % de titres émis par des entreprises solidaires agréées. Les entreprises solidaires sont agréées par décision conjointe du ministre chargé de l'économie et du ministre chargé de l'économie solidaire.

Les OPCVM éthiques se caractérisent par des règles d'investissement spécifiques qu'ils se fixent et non pas par des dispositions réglementaires. La Commission ne dispose pas aujourd'hui d'un outil informatique lui permettant d'identifier ces OPCVM.

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

(17) La Commission, dans sa séance du 2 octobre 1993, a décidé que seules les associations reconnues d'intérêt public seraient susceptibles de bénéficier d'un tel mécanisme de collecte de fonds, sauf exception à apprécier au cas par cas. Cette décision a été confirmée en avril 2002 par la Commission.

La compilation de plusieurs sources de données permet de cerner la population des OPCVM concernés :

L'évolution du nombre d'OPCVM éthiques

| Actif net en millions d'euros | 2002 | | 2001 | | Variation en % | |
|-------------------------------|--------|-----------|--------|-----------|----------------|-----------|
| | Nombre | Actif Net | Nombre | Actif Net | Nombre | Actif Net |
| FCP | 68 | 868 | 43 | 531 | 58 % | 63 % |
| SICAV | 18 | 430 | 17 | 413 | 6 % | 4 % |
| TOTAL | 86 | 1 298 | 60 | 944 | 43 % | 38 % |

Source : COB

Une analyse sommaire met en évidence une collecte nette d'environ 60 %, en partie contrebalancée par une baisse d'environ 20 % due à l'effet prix. Il est important de préciser que ces encours, déterminés début décembre 2002, ne prennent en compte que l'offre de produits français, et non les OPCVM de droit européen autorisés à la commercialisation en France.

Le développement de ces fonds répond aux attentes des investisseurs. Toutefois, ces produits doivent respecter les principes généraux suivants :

- une bonne information de l'investisseur. En particulier, les sociétés de gestion doivent, dans la notice d'information des OPCVM, expliciter les critères objectifs retenus ;
- une exigence de professionnalisme des opérateurs. Les sociétés de gestion doivent en effet se doter de moyens en adéquation avec la gestion envisagée, et donc dans ce cadre, mettre en œuvre les diligences permettant de fonder leur gestion sur des critères objectifs, transparents et dont la traçabilité est assurée.

C L'ÉVOLUTION DES ENCOURS

L'année 2002 se caractérise par une nette rupture de la croissance de l'encours des OPCVM observée depuis plus de cinq ans. De 2001 à 2002, l'encours des OPCVM à vocation générale¹⁸ a diminué de 1,4 %, passant de 760,6 milliards d'euros à 749,6 milliards d'euros. Cette baisse a, en outre, été partiellement compensée par la croissance des encours d'Efiposte Gestion (+ 8 milliards d'euros en 2002).

Cependant, les investisseurs ont maintenu leur confiance dans la gestion collective. En effet, la collecte nette est restée positive l'an passé et a représenté 7,9 % de l'encours.

En tenant compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM au 31 décembre 2002 est stable (légère augmentation de 0,4 % à 803,1 milliards d'euros contre 800,2 milliards d'euros au 31 décembre 2001).

Cette année a confirmé l'important mouvement de réallocation d'actifs constaté en 2001. En effet, les investisseurs se sont reportés massivement sur les produits de taux au détriment des produits plus sensibles aux marchés d'actions.

(18) 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.

On observe une croissance modérée du nombre de produits enregistrés en France en 2002. Le nombre total d'OPCVM à vocation générale s'établit à 7 791¹⁹, soit 1 177 SICAV et 6 614 FCP au 31 décembre 2002. Le statut de la SICAV semble moins adapté aux besoins des opérateurs. Leur nombre a diminué de 85 par rapport à 2001 et leur encours de 12,1 %. En revanche, le nombre de fonds communs de placement augmente de 273 unités et ils représentent désormais 85 % des produits proposés et 64 % de l'encours des OPCVM généraux.

Répartition des OPCVM (hors nourriciers) par classification

| OPCVM (hors OPCVM nourriciers) | Au 31/12/2002 | | | Au 31/12/2001 | | | Variation de l'encours en % |
|-----------------------------------|---------------|---------------------|-------------------|---------------|---------------------|-------------------|-----------------------------------|
| | Encours | Répartition en % | Nombre d'OPCVM | Encours | Répartition en % | Nombre d'OPCVM | |
| OPCVM ACTION | 121,9 | 16,3 % | 1 778 | 163,8 | 21,5 % | 1 705 | - 25,6 % |
| OPCVM OBLIGATION | 142,3 | 19,0 % | 1 185 | 135,1 | 17,8 % | 1 216 | 5,4 |
| OPCVM MONÉTAIRE | 264,7 | 35,3 % | 486 | 233,6 | 30,7 % | 521 | 13,3 % |
| OPCVM DIVERSIFIÉ | 174,8 | 23,3 % | 2 946 | 190,5 | 25,0 % | 2 886 | - 8,2 % |
| OPCVM GARANTI | 45,9 | 6,1 % | 809 | 37,6 | 4,9 % | 754 | 22,1 % |
| TOTAL | 749,6 | 100,0 % | 7 204 | 760,6 | 100,0 % | 7 082 | - 1,4 % |

(Encours en milliards d'euros)

Source : COB

Les développements ci-dessous donnent des éléments d'analyse de l'évolution des encours sous trois angles : en distinguant les effets prix des effets de collecte nette, selon la classification des OPCVM et en mettant en évidence les effets de taille.

1 Les effets prix et collecte nette²⁰

Calcul des effets²¹ prix et collecte de l'ensemble des OPCVM à vocation générale (hors nourriciers) selon leur classification COB

| Classification des OPCVM | Actif 31/12 /2001 | Réparti- tion de l'actif en % | Effet collecte (nette) en montant et en % | | Réparti- tion de la collecte en % | Effet prix en montant et en % | | Cou- pons* | Actif 31/12 /2002 | Répartition de l'actif en % |
|------------------------------------|-------------------------|--|--|--------------|--|-------------------------------------|-------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------|
| | | | en montant | en % | | en montant | en % | | | |
| ACTIONS FRANÇAISES | 64,5 | 8,5 % | - 0,0 | 0,0 % | 0,0 % | - 21,5 | -33,3 % | 0,2 | 42,3 | 5,6 % |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 68,5 | 9,0 % | 3,7 | 5,3 % | 6,1 % | -23,0 | -33,5 % | 0,1 | 49,1 | 6,6 % |
| ACTIONS EUROPÉENNES | 30,8 | 4,0 % | 11,1 | 36,0 % | 18,4 % | - 11,3 | -36,8 % | 0,2 | 30,4 | 4,1 % |
| DIVERSIFIÉS | 190,5 | 25,0 % | 10,9 | 5,7 % | 18,1 % | -25,9 | -13,6 % | 0,7 | 174,8 | 23,3 % |
| GARANTIS | 37,6 | 4,9 % | 9,1 | 24,3 % | 15,1 % | - 0,6 | -1,7 % | 0,2 | 45,9 | 6,1 % |
| MONÉTAIRES EUROS | 231,8 | 30,5 % | 24,3 | 10,5 % | 40,4 % | 8,0 | 3,4 % | 0,2 | 263,5 | 35,2 % |
| MONÉTAIRES INTERNATIONAUX | 1,8 | 0,2 % | - 0,4 | -19,8 % | -0,6 % | - 0,2 | -9,1 % | 0,0 | 1,2 | 0,2 % |
| OBLIGATIONS EUROS | 89,3 | 11,7 % | - 6,9 | -7,8 % | -11,5 % | 5,0 | 5,5 % | 0,7 | 86,4 | 11,5 % |
| OBLIGATIONS INTERNATIONALES | 45,8 | 6,0 % | 8,4 | 18,4 % | 14,0 % | 3,1 | 6,7 % | 1,1 | 56,0 | 7,5 % |
| TOTAL | 760,6 | 100,0 % | 60,2 | 7,9 % | 100,0 % | -66,5 | -8,7 | 3,4 | 749,6 | 100,0 % |

(en milliards d'euros)

Source : COB

(19) Y compris les OPCVM nourriciers.

(20) Les performances s'établissent nettes de frais sur l'ensemble des statistiques proposées dans le Chapitre IV - La gestion de l'épargne (hors commission de rachat et de souscription).

(21) En toute rigueur, le calcul sur une certaine période des effets collecte et prix n'explique pas totalement la variation de l'encours du fait des effets croisés prix-collecte : l'effet mix. Le calcul hebdomadaire sur les valeurs liquidatives et sur le nombre de parts en circulation cherche à minimiser l'impact de la volatilité des VL et des allers-retours rapides de souscription-rachat dans les OPCVM. Quelques effets de bords peuvent subsister.

L'évolution très défavorable des marchés d'actions a considérablement affecté les performances des OPCVM actions, dont l'effet prix s'est établi en moyenne à - 34 % (parts de capitalisation). Dans le même temps, la collecte des OPCVM actions reste positive et sa part dans la collecte totale est proche du quart.

Les clients ont cependant largement privilégié les produits défensifs et près de 40 % de la collecte a été captée par les OPCVM monétaires (cette part était largement supérieure à 50 % sur les onze premiers mois de l'année). Par ailleurs, la croissance des OPCVM garantis (plus de 6 % de l'encours global) se confirme avec notamment le succès commercial des fonds à formule (ceux-ci bénéficient dans 80 % des cas d'une garantie en capital).

Depuis le début de l'année 2000, plus de 220 milliards d'euros ont été investis dans les OPCVM à vocation générale de droit français. Cette collecte est une claire indication de la vigueur de la demande des investisseurs pour ce type d'instruments financiers.

La répartition est relativement équilibrée sur trois ans : 31 % dans les OPCVM monétaires, 32 % dans les OPCVM actions, 25 % dans les OPCVM diversifiés et 7 % pour les OPCVM garantis et les OPCVM obligataires. En termes de résultat et sur la même période, l'effet prix a représenté un impact négatif de l'ordre de 100 milliards d'euros, imputable aux OPCVM actions et diversifiés.

Tableau récapitulatif des effets prix et collecte de l'ensemble des OPCVM à vocation générale (hors nourriciers) depuis 2000

| En milliards d'euros | 2000 | | 2001 | | 2002 | | Total depuis le 31/12/1999 |
|-----------------------------------|-------|---------|---------|---------|--------|---------|----------------------------|
| EFFET COLLECTE MONÉTAIRE | 16,6 | 17,5 % | 27,9 | 41,8 % | 23,9 | 39,7 % | 68,5 |
| EFFET COLLECTE ACTIONS | 36,6 | 38,5 % | 21,0 | 31,4 % | 14,8 | 24,6 % | 72,4 |
| EFFET COLLECTE DIVERSIFIÉS | 37,6 | 39,6 % | 8,0 | 12,0 % | 10,9 | 18,1 % | 56,5 |
| EFFET COLLECTE GARANTIS | 0,9 | 0,9 % | 5,1 | 7,6 % | 9,1 | 15,1 % | 15,1 |
| EFFET COLLECTE OBLIGATIONS | 3,3 | 3,5 % | 4,8 | 7,2 % | 1,5 | 2,5 % | 9,7 |
| TOTAL COLLECTE | 95,0 | 100,0 % | 66,9 | 100,0 % | 60,2 | 100,0 % | 222,2 |
| EFFET PRIX MONÉTAIRE | 7,1 | | 7,5 | | 7,8 | | 22,4 |
| EFFET PRIX ACTIONS | - 9,3 | | - 36,5 | | - 55,8 | | - 101,6 |
| EFFET PRIX DIVERSIFIÉS | - 1,5 | | - 14,5 | | - 25,9 | | - 41,9 |
| EFFET PRIX GARANTIS | 0,7 | | - 0,7 | | - 0,6 | | - 0,5 |
| EFFET PRIX OBLIGATIONS | 5,5 | | 5,4 | | 8,1 | | 19,0 |
| TOTAL PRIX | 2,6 | | - 3 8,7 | | - 66,4 | | - 102,5 |

Source : COB

2 L'analyse selon la classification des OPCVM

Répartition des OPCVM par classification COB en fonction de leur encours depuis 2000

| OPCVM hors OPCVM nourriciers | Au 31/12/2002 | | Au 31/12/2001 | | Au 31/12/2000 | |
|--|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|
| | Encours | Répartition en % | Encours | Répartition en % | Encours | Répartition en % |
| ACTIONS FRANÇAISES | 42,3 | 5,6 % | 64,5 | 8,5 % | 82,8 | 11,2 % |
| ACTIONS DES PAYS DE LA CE | 4,4 | 0,6 % | - | 0,0 % | - | 0,0 % |
| ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO | 26,0 | 3,5 % | 30,8 | 4,0 % | 25,2 | 3,4 % |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 49,1 | 6,6 % | 68,5 | 9,0 % | 76,6 | 10,4 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EURO | 86,4 | 11,5 % | 89,3 | 11,7 % | 88,2 | 11,9 % |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX | 56,0 | 7,5 % | 45,8 | 6,0 % | 37,7 | 5,1 % |
| MONÉTAIRE EURO | 263,5 | 35,2 % | 231,8 | 30,5 % | 195,5 | 26,4 % |
| MONÉTAIRE À VOCATION INTERNATIONALE | 1,2 | 0,2 % | 1,8 | 0,2 % | 1,5 | 0,2 % |
| DIVERSIFIÉ | 174,8 | 23,3 % | 190,5 | 25,0 % | 199,0 | 26,9 % |
| GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION | 45,9 | 6,1 % | 37,6 | 4,9 % | 33,3 | 4,5 % |
| TOTAL | 749,6 | 100,0 % | 760,6 | 100,0 % | 739,8 | 100,0 % |

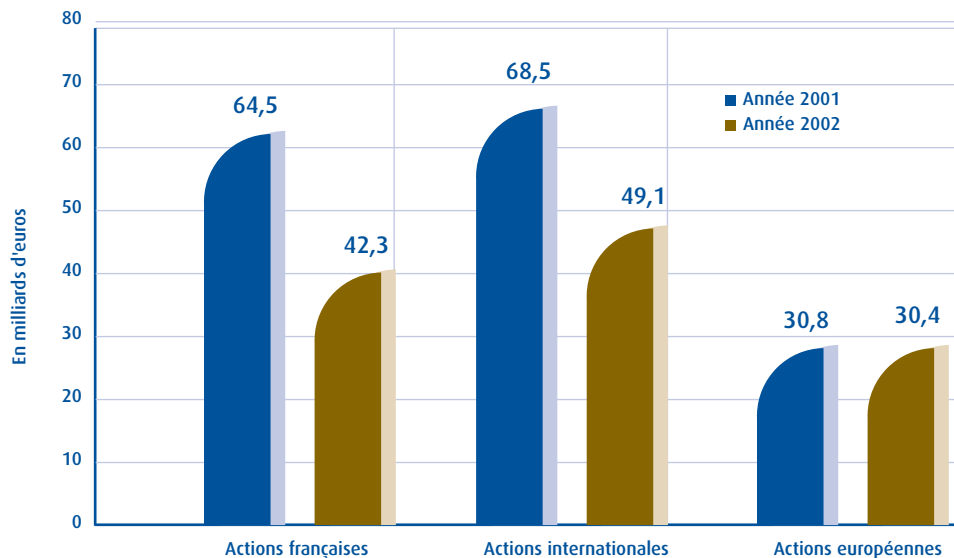
(Encours en milliards d'euros)

Source : COB

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

- l'orientation de gestion des OPCVM actions continue de s'internationaliser en 2002 puisque les OPCVM actions européennes et internationales représentent désormais 65,3 % des encours actions contre 60,8 % en 2001, 55,2 % en 2000 et 33,9 % en 1995 ;
- malgré une collecte positive, l'ampleur de l'effet prix (- 34 % en moyenne) aboutit à une forte contraction de l'encours qui ne représente plus que 16,2 % des encours globaux contre 21,5 % un an plus tôt et plus de 25 % il y a trois ans ;
- les OPCVM actions françaises subissent plus particulièrement cette diminution. Outre un effet prix négatif de 33,3 % (contre - 32,51 % pour la performance du CAC 40 avec réinvestissement des dividendes), cette catégorie n'a bénéficié d'aucun effet de collecte du fait de l'internationalisation croissante des portefeuilles. La réforme du plan d'épargne en actions, qui autorise à compter du 1er janvier 2003 à investir dans des OPCVM exposés eux-mêmes à 75 % en actions européennes et non plus seulement françaises, contribue notamment à cette évolution. Ainsi, le nombre d'OPCVM classés actions françaises passe en un an de 488 à 451. Même si cette catégorie d'OPCVM représente encore 35 % de l'encours des fonds actions, cette évolution devrait se poursuivre en 2003 ;
- les OPCVM actions internationales, au nombre de 953 pour 49,1 milliards d'euros, ont subi un effet assez voisin avec un effet prix pratiquement identique et une collecte faible, au profit des nouveaux OPCVM classés actions européennes ;
- cette évolution bénéficie aux OPCVM d'actions européennes, qui correspondent d'une part à la classification traditionnelle « actions » de pays de la zone euro (300 fonds, en progression de 43 fonds, et 26 milliards d'euros d'encours) et d'autre part à la nouvelle catégorie actions des pays de la Communauté européenne créée à l'occasion de la réforme du PEA (74 fonds pour un encours de 4,4 milliards d'euros au 31 décembre 2002).

Évolution de l'encours des OPCVM classifiés « actions » entre 2001 et 2002



Source : COB

L'évolution des OPCVM monétaires euro est *a contrario* marquée par une aversion au risque croissante de la part des investisseurs et par la crise prolongée des marchés boursiers. Avec 263,5 milliards d'euros, leur part de l'encours global s'élève désormais à 35,2 % (contre 30,5 % en 2001 et 26 % en 2000), en dépit du niveau faible des taux. L'effet prix explique le quart de l'augmentation des encours (3,45 % dividendes inclus), le solde résultant de la collecte nette (environ 24 milliards d'euros). A la suite de la rationalisation de certaines gammes et en raison de l'exigence de technicité de ce type de gestion, le nombre d'OPCVM monétaires diminue de 36 unités sur la période et s'établit à 463.

Les OPCVM monétaires à vocation internationale sont marginalisés avec un encours de 1,2 milliard d'euros en baisse de 35 %. Cette évolution résulte à la fois de la contre-performance provenant de la valorisation de l'euro et d'une nette décollecte.

L'encours des OPCVM obligataires passe de 135,1 milliards d'euros à 142,4 milliards, avec :

- une progression des OPCVM obligations internationales (+ 2 unités à 317 et + 22,2 % en valeur). L'effet prix (environ 6,5 %, coupons inclus) explique le quart de l'augmentation, la collecte nette s'établissant à environ 8 milliards d'euros;

- une baisse des OPCVM obligations européennes (- 33 unités à 868 et - 3,3 % en valeur à 86,4 milliards d'euros). L'effet prix s'établit à environ 5,5 % (coupons inclus), la décollecte s'élevant à environ - 7 milliards d'euros sur l'année.

Le nombre d'OPCVM diversifiés augmente de 60 unités pour s'établir à 2946 pour un encours de 174,8 milliards d'euros (- 8,2 % sur un an, dont un effet prix négatif de 13,6 %). Les fonds diversifiés représentent en nombre 41 % et en valeur 23,3 % de l'ensemble des OPCVM à vocation générale. Ces produits ont vu un repli de certaines formes traditionnelles (fonds profilés) accompagné du développement d'un certain nombre d'offres spécialisées (fonds à formule à capital non garanti, fonds dits « monétaires dynamiques »...).

La très forte progression des OPCVM garantis s'est poursuivie enfin (environ + 22 % à 45,9 milliards d'euros contre + 11 % en 2001) avec un effet prix très légèrement négatif et une collecte nette de 9 milliards d'euros au cours de l'année 2002.

3 L'impact de la taille des OPCVM

Répartition des OPCVM par classification COB en fonction de la taille de leur encours

| Taille des OPCVM de l'intervalle | > 1 MM | | | | | | | | | | | | Total général | | |
|---|---|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--|
| | Nombre d'OPCVM dans l'intervalle et encours cumulé en milliards d'euros au 31/12/2002 | | | | | | | | | | | | Nombre | Encours | |
| | > 1 MM | [0,5-1] MM | [0,1-0,5] MM | [50-100] M | [10-50] M | < 10 M | | | | | | | | | |
| ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO | 2 | 4,96 | 11 | 7,30 | 44 | 9,16 | 29 | 2,12 | 116 | 2,92 | 127 | 0,53 | 329 | 26,99 | |
| ACTIONS DES PAYS DE LA CE | 1 | 1,52 | 1 | 0,63 | 7 | 1,20 | 6 | 0,39 | 18 | 0,44 | 23 | 0,10 | 56 | 4,27 | |
| ACTIONS FRANÇAISES | 7 | 11,19 | 13 | 9,03 | 64 | 14,23 | 65 | 4,65 | 166 | 4,13 | 190 | 0,74 | 505 | 43,99 | |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 3 | 4,00 | 10 | 7,22 | 119 | 22,17 | 99 | 7,02 | 373 | 9,19 | 409 | 1,59 | 1013 | 51,18 | |
| DIVERSIFIÉ | 19 | 33,40 | 33 | 22,36 | 339 | 69,32 | 317 | 22,28 | 1098 | 26,62 | 1335 | 5,08 | 3141 | 179,05 | |
| GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION | - | - | 3 | 1,97 | 122 | 25,65 | 123 | 8,63 | 356 | 8,71 | 208 | 1,08 | 812 | 46,03 | |
| MONÉTAIRE À VOCATION INTERNATIONALE | - | - | - | - | 3 | 0,58 | 5 | 0,37 | 7 | 0,20 | 9 | 0,03 | 24 | 1,18 | |
| MONÉTAIRE EURO | 75 | 202,89 | 62 | 43,04 | 196 | 46,73 | 91 | 6,66 | 135 | 3,50 | 72 | 0,29 | 631 | 303,12 | |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE INTERN | 5 | 30,66 | 5 | 3,09 | 72 | 13,88 | 81 | 5,85 | 123 | 3,32 | 58 | 0,28 | 344 | 57,08 | |
| OBLIG/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EUROS | 8 | 14,80 | 21 | 14,61 | 190 | 40,77 | 140 | 10,05 | 354 | 8,96 | 213 | 1,00 | 926 | 90,19 | |
| TOTAL | 120 | 303,42 | 159 | 109,25 | 1156 | 243,70 | 956 | 68,01 | 2746 | 67,99 | 2644 | 10,72 | 7781 | 803,09 | |
| RÉPARTITION | 1,5 % | 37,8% | 2,0% | 13,6% | 14,9% | 30,3% | 12,3% | 8,5% | 35,3% | 8,5% | 34,0% | 1,3% | 100% | 100% | |

MM : Milliards d'Euros

M : Millions d'Euros

Source : COB

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

- cet éclatement est privilégié par la forme très souple du fonds commun de placement ;
- près de 70 % des OPCVM à vocation générale (environ 5 400 fonds) rassemblent moins de 10 % des actifs sous gestion. *A contrario*, 279 OPCVM (3,6 % du nombre total des fonds) assurent la gestion de plus de 412 milliards d'euros, soit 51 % du total des encours ;
- concernant plus particulièrement les OPCVM diversifiés, on constate que 2 433 fonds (78 % des fonds de la classification et 31 % des OPCVM à vocation générale) gèrent moins de 18 % de l'actif de la catégorie et moins de 4 % de l'encours total ;
- si on compare la situation des OPCVM français avec les « *mutual funds* » américains, on observe qu'un nombre de fonds à peu près égal représente un encours dix fois supérieur outre-Atlantique.

Le lien entre la performance et la taille des fonds nécessite par ailleurs des études plus poussées. On peut en donner les deux exemples suivants :

- Les OPCVM monétaires euros montrent des performances nettement contrastées, qui sont en partie liée à la taille des fonds. Ainsi, seuls 31 % des OPCVM dont l'actif est inférieur à 50 millions d'euros ont offert une performance au moins égale à 3 % contre près de 72 % des OPCVM dont l'actif est supérieur à 500 millions d'euros.

Répartition des OPCVM monétaires en fonction de la taille de leur actif et de leur performance²² sur l'année 2002

| Classification | Monétaire € | Perf. annuelle des OPCVM vivants depuis le 31/12/01 | | | | | Total |
|--|---------------------------------|---|--------------------|--------------------|--------------------|-----------|-------|
| | | < à 2 % | entre 2 % et 2,7 % | entre 2,7 % et 3 % | entre 3 % et 3,4 % | > à 3,4 % | |
| Actif et performance des OPCVM au 31/12/02 | | | | | | | |
| < 10 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 13 | 18 | 14 | 15 | 3 | 63 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 21 % | 29 % | 22 % | 24 % | 5 % | 11 % |
| ENTRE 10 ET 50 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 18 | 43 | 23 | 33 | 8 | 125 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 14 % | 34 % | 18 % | 26 % | 6 % | 21 % |
| ENTRE 50 ET 500 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 17 | 54 | 59 | 97 | 42 | 269 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 6 % | 20 % | 22 % | 36 % | 16 % | 46 % |
| >500 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 7 | 15 | 14 | 58 | 36 | 130 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 5 % | 12 % | 11 % | 45 % | 28 % | 22 % |
| TOTAL | NBR D'OPCVM | 55 | 130 | 110 | 203 | 89 | 587 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 9 % | 22 % | 19 % | 35 % | 15 % | 100 % |

M : Millions

Source : COB

(22) L'échantillon prend en compte l'ensemble des OPCVM de la catégorie concernée présentant une valeur liquidative à fin décembre 2001 et à fin décembre 2002 (OPCVM nourriciers inclus). Les statistiques sont retraitées des éventuelles OST (opérations sur titre) sur la période, sous réserve de l'exhaustivité des informations communiquées à la Commission.

- Le même type d'approche sur les OPCVM actions françaises montre que la performance des fonds était en moyenne d'autant plus proche de l'indice de référence (ici le CAC 40) que le fonds avait un encours important.

Répartition des OPCVM actions françaises en fonction de la taille de leur actif et de leur performance sur l'année 2002

| Classification | Actions françaises | Performance annuelle (dividendes réinvestis) des OPCVM vivants depuis le 31/12/01 | | | | | Total | Nbr d'OPCVM > à la perf du CAC 40* |
|--|---------------------------------|---|----------------------|----------------------|--------------------|---------|-------|------------------------------------|
| | | < à -38 % | entre -38 % et -30 % | entre -30 % et -15 % | entre -15 % et 0 % | > à 0 % | | |
| Actif et performance des OPCVM au 31/12/02 | | | | | | | | |
| < 10 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 37 | 79 | 46 | 3 | 4 | 169 | 72 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 22 % | 47 % | 27 % | 2 % | 2 % | 36 % | 43 % |
| ENTRE 10 ET 50 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 19 | 100 | 23 | 11 | 6 | 159 | 61 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 12 % | 63 % | 14 % | 7 % | 4 % | 34 % | 38 % |
| ENTRE 50 ET 500 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 12 | 78 | 22 | 4 | 9 | 125 | 51 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 10 % | 62 % | 18 % | 3 % | 7 % | 27 % | 41 % |
| >500 M d'€ | NBR D'OPCVM DANS L'INTERVALLE | 1 | 14 | 2 | 1 | 0 | 18 | 4 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 6 % | 78 % | 11 % | 6 % | 0 % | 4 % | 22 % |
| TOTAL | NBR D'OPCVM | 69 | 271 | 93 | 19 | 19 | 471 | 188 |
| | EN % PAR RAPPORT À L'INTERVALLE | 15 % | 58 % | 20 % | 4 % | 4 % | 100 % | 40 % |

M : Millions

*Performance du CAC 40 dividendes réinvestis au 31/12/2002 : -32,51 %

Source : COB

3

LES AUTRES OPCVM

1 Les autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Au 31 décembre 2002, 3 084 OPCVM ou compartiments coordonnés agréés dans d'autres pays européens bénéficient d'autorisations de commercialisation délivrées par la Commission et peuvent être proposés en France. Ils se répartissent entre 81 fonds sans compartiment et 231 fonds à compartiments (avec une moyenne de 13 compartiments par fonds).

En 2002, la Commission a délivré 461 autorisations de commercialisation, en baisse par rapport à l'année précédente (503 autorisations²³). La répartition par pays d'origine montre une nette prédominance du Luxembourg (60 %), suivi par l'Irlande (15 %) et le Royaume-Uni (12 %). On observe une nette augmentation des demandes en provenance de ces deux derniers pays.

L'encours global des fonds européens faisant l'objet d'une commercialisation en France est estimé à 29 milliards d'euros²⁴ au 31 décembre 2002.

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

Au 31 décembre 2002, la Commission recense 29 fonds communs d'intervention sur les marchés à terme contre 31 l'année précédente²⁵ à la suite de deux créations, d'une fusion et de trois dissolutions. L'encours total des FCIMT, en baisse de 2,8 %, s'élève à 836,3 millions d'euros en 2002 contre 860,3 millions d'euros en 2001.

La performance moyenne de l'ensemble des FCIMT s'établit à + 3 %. On observe néanmoins une grande diversité dans les résultats individuels puisque le fonds le plus performant a vu sa valeur liquidative augmenter de 66,2 % et le moins performant, chuter de - 81,3 %. Les deux tiers des FCIMT terminent l'année 2002 avec une performance positive.

Répartition des FCIMT en fonction de leur encours

| Encours en millions d'euros | > 100 M | Entre 10 et 100 M | < à 10 M | Total |
|--------------------------------|----------|-------------------|-----------|--------------|
| NOMBRE DE FCIMT EN 2002 | 2 | 11 | 16 | 29 |
| ENCOURS CUMULÉ AU 31/12/2002 | 368,5 | 413,8 | 54,0 | 836,3 |
| NOMBRE DE FCIMT EN 2001 | 2 | 12 | 17 | 31 |
| ENCOURS CUMULÉ AU 31/12/2001 | 375,2 | 414,6 | 70,5 | 860,3 |

Source : COB

(23) Le chiffre concernant les autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger en 2001 a été rectifié.

(24) Source : Banque de France.

(25) Le nombre de FCIMT en 2001 a été rectifié à la suite de mises à jour des dates administratives de dissolution.

4

L'ÉVOLUTION DU CADRE APPLICABLE AUX OPCVM GÉNÉRAUX

A LA TRANSPOSITION DES DIRECTIVES

La directive européenne 85/611/CEE²⁶ 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 compétent.

L'obsolescence de cette directive rendait nécessaire sa modification. Les directives 2001/107/CE²⁷ et 2001/108/CE²⁸ 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).

Les États membres doivent transposer ces nouvelles dispositions en droit interne avant le 13 août 2003. Les OPCVM se conformant aux nouvelles dispositions pourront faire l'objet d'une commercialisation dans les autres États membres à partir du 13 février 2004.

1 Les enjeux de la transposition

La transposition de ces directives en droit français nécessite un travail législatif et réglementaire important qui sera l'occasion de clarifier et d'harmoniser les textes en vigueur concernant la gestion pour le compte de tiers :

- s'agissant des modifications législatives, elles sont inscrites dans le projet de loi de sécurité financière ;
- s'agissant des modifications réglementaires, la transposition de la directive sera l'occasion pour la COB de procéder à une refonte des textes applicables qui permettra d'en améliorer la lisibilité. Sur le fond, elle intégrera non seulement les éléments relatifs à la directive mais également la mise en œuvre du rapport du groupe de travail sur les frais²⁹ et les conclusions des réflexions menées sur l'innovation financière (gestion alternative et dérivés de crédit³⁰).

La transposition sera également l'occasion de préciser l'interprétation de certaines dispositions complexes de la directive qui devra nécessairement se faire dans un cadre européen.

Dans cette perspective, il est essentiel de mettre en place les organes nécessaires de coordination au niveau européen. L'inscription à terme rapproché des directives OPCVM dans le processus issu du rapport Lamfalussy répond à cette préoccupation.

(26) 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).

(27) 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.

(28) 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.

(29) Voir infra Chapitre IV- La gestion de l'épargne, page 164.

(30) Voir infra Chapitre IV- La gestion de l'épargne, page 156.

2 Les modifications introduites par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE

La transposition de ces deux directives se traduira par une modification des principaux textes encadrant les sociétés de gestion d'OPCVM à vocation générale et les OPCVM correspondants.

a) La modification du code monétaire et financier devrait comporter les dispositions suivantes, inscrites dans le projet de loi de sécurité financière :

- l'insertion des dépôts bancaires dans la liste des actifs éligibles au patrimoine des OPCVM ;
- la suppression de l'obligation de confier la gestion des OPCVM coordonnés à des sociétés de gestion ayant pour objet exclusif la gestion de ces OPCVM ;
- la suppression pour la société de gestion de l'obligation d'émettre des parts ou actions d'un OPCVM à la demande des souscripteurs potentiels : cette obligation n'est en effet nullement imposée par la directive qui ne prévoit que la possibilité de sortir à tout moment. La consultation sur les fonds à formule, menée par la COB, a montré qu'une telle modification était nécessaire pour prendre en compte les spécificités de ces OPCVM.

b) La modification du décret n° 89-623

- Les règles d'éligibilité à l'actif des OPCVM devront intégrer les évolutions de la directive :
 - les « valeurs mobilières » sont définies comme étant les actions, les titres de dette et les autres valeurs donnant accès à l'une ou l'autre de ces valeurs mobilières ;
 - la définition des « instruments du marché monétaire » éligibles vise à clarifier la situation des titres de créance négociables. Elle soulève toutefois la question de l'évolution du marché français des titres de créance négociables. Cette question fera l'objet d'un groupe de travail de place au cours du premier semestre 2003 ;
 - des OPCVM investissant dans des dépôts bancaires pourront être coordonnés.
- Les règles relatives à la composition de l'actif des OPCVM ont été modifiées par le décret n° 2002-1439³¹ en ce qui concerne le principe de consolidation des groupes pour l'évaluation des règles de dispersion des risques introduit par la directive. Cependant, les différents points suivants devront être étudiés :
 - il peut se produire qu'un OPCVM investisse une partie de ses actifs dans les titres d'une banque auprès de laquelle il effectue des dépôts et qui se trouve contrepartie d'opérations dérivées. Pour faire face à de telles situations, la directive prévoit qu'en aucun cas le risque cumulé sur une entité donnée ne puisse dépasser 20 % de l'actif total ;
 - s'agissant des fonds indiciels, reprenant les dispositions en vigueur dans beaucoup d'États membres, la directive autorise, pour les fonds visant à reproduire la composition d'indices reconnus, une dérogation aux règles traditionnelles de répartition des risques : il est possible d'aller jusqu'à 20 % de l'actif investi en une valeur, voire 35 % dans des cas très exceptionnels. L'opportunité d'intégrer cette dernière dérogation devra être étudiée.
- Les règles relatives aux fonds de fonds devront également être modifiées. La nouvelle directive va en effet permettre de créer des OPCVM coordonnés investissant jusqu'à 100 % de leur actif dans des OPCVM. Toutefois :
 - ces OPCVM d'OPCVM ne pourront pas investir plus de 20 % de leur actif dans un même OPCVM coordonné (le ratio est actuellement en droit français de 35 %), ce dernier ne devant pas investir plus de 10 % dans d'autres fonds. Cette dernière disposition a pour objectif d'éviter les cascades d'OPCVM et par conséquent le cumul des frais de gestion ;
 - les OPCVM éligibles à l'actif d'un OPCVM coordonné pourront être des OPC non coordonnés, dans la limite de 30 % de l'actif de l'OPCVM. Les règles d'éligibilité de ces OPC non coordonnés devront être précisées.

(31) Décret n° 2002-1439 du 10 décembre 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.

c) La modification du décret n° 89-624³²

La principale évolution réside dans l'encadrement des opérations sur dérivés introduite par la directive. Cet encadrement étant très proche des dispositions actuelles, il ne nécessitera qu'une adaptation du décret. En revanche, il sera l'occasion d'une refonte des règles de calculs des ratios et de l'engagement hors bilan définies actuellement dans l'instruction du 15 décembre 1998.

d) La modification du règlement de la COB n° 96-02

La principale innovation concerne le montant du capital minimum requis que doit détenir une société de gestion d'OPCVM coordonnés. Ce montant est actuellement égal au chiffre le plus élevé entre 50 000 euros et le quart des frais généraux annuels. Dans le cadre de la transposition de la directive, ces 50 000 euros seront portés à 125 000 euros, majorés le cas échéant de 0,02 % de la valeur des fonds gérés excédant 250 millions d'euros sans pour autant excéder 10 millions d'euros. L'opportunité d'autoriser qu'une moitié du capital supplémentaire requis puisse consister en une garantie du même montant accordée par une institution financière devra être étudiée.

Par ailleurs, le service de réception-transmission d'ordres est désormais exclu du périmètre d'activité des sociétés de gestion d'OPCVM coordonnés.

e) La modification du règlement de la COB n° 89-02

Ce règlement devra être plus particulièrement modifié sur les points suivants :

- l'évolution du prospectus simplifié.

Son contenu est précisé par rapport à la précédente directive. Il doit comporter en particulier les informations suivantes : une brève présentation du fonds, des informations sur la stratégie d'investissement du fonds, des informations économiques et des informations commerciales. Le prospectus simplifié a vocation à être utilisé comme outil commercial destiné à être diffusé dans les États membres sans modification sauf traduction ;

- les passeports.

L'ensemble des instructions de la COB régissant le secteur de la gestion devra être mis à jour afin d'intégrer les modifications évoquées ci-dessus.

B L'INNOVATION FINANCIÈRE

La gestion collective a fait preuve ces dernières années d'une innovation importante recherchant notamment à modifier le profil de risque de l'OPCVM, de façon à :

- réduire voire annuler le risque de marché (dans le cadre de la gestion alternative). Cette orientation se traduit par des gestions « directes³³ » et le développement de techniques d'arbitrage (par l'utilisation de couvertures et de positions vendeuses) et d'une diversification du risque, mais aussi par des gestions « indirectes » (sous forme de fonds de fonds) ;
- segmenter et gérer l'exposition aux risques, en particulier *via* l'utilisation des dérivés qui permettent des expositions synthétiques et des positions de couverture et d'arbitrage. Ce mouvement s'est notamment illustré par les produits structurés et garantis ou encore par l'utilisation du risque de crédit dans les produits de taux (« *asset swaps* », dérivés de crédit) ;

(32) Voir *infra* Chapitre IV- La gestion de l'épargne, page 156.

(33) Sans investir dans d'autres OPCVM.

- rationaliser les processus de production en se spécialisant, en jouant d'effets de taille et en allant chercher des compétences externes (multigestion, nourriciers).

Face à cette innovation, le régulateur a deux préoccupations: adapter le cadre réglementaire à l'innovation financière pour réagir à la demande du marché tout en lui offrant un cadre sécurisé, assurer un bon niveau d'information et de conseil aux investisseurs pour permettre à ceux-ci de comprendre ce qui leur est proposé, de faire valablement leurs choix d'investissement et de contrôler le service qui leur est rendu.

1 La modification du décret n° 89-624

La Direction du Trésor, avec la Commission bancaire, la COB et les représentants des professionnels, a mis en place un groupe de travail sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM. Ces travaux ont débouché sur le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 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 créance.

Il a pour objet l'aménagement de la réglementation française sur deux thèmes: l'exposition des OPCVM au risque de crédit et l'assimilation des groupes d'entreprises à une seule entité pour le calcul des ratios de division des risques.

Ce décret précise les conditions d'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM. Les risques spécifiques liés au développement de ceux-ci nécessitaient en effet une adaptation des textes réglementaires.

Il définit les conditions qui doivent être respectées par un OPCVM pour qu'il puisse utiliser les dérivés de crédit, notamment l'obligation pour la société de gestion de faire valider au préalable un programme d'activité spécifique par la Commission des opérations de bourse, des exigences particulières sur les caractéristiques des contrats éligibles et l'introduction d'un ratio défini au niveau de l'OPCVM destiné à prévenir les conflits d'intérêt entre la société de gestion et ses sociétés liées en imposant une diversification des contreparties sur les dérivés de crédit.

2 La gestion alternative

Les débats sur la gestion alternative se sont poursuivis au cours de l'année 2002.

Au plan international, plusieurs réflexions ont été conduites, au sein du Forum de stabilité financière ou de l'OICV et dans différents pays³⁴ qui ont fait évoluer leur réglementation ou qui préparent une telle évolution.

L'univers de la gestion traditionnelle, conduite sous une forme très régulée (sociétés de gestion agréées, OPCVM ou « *mutual funds* » faisant l'objet d'une réglementation précise), était habituellement opposé à celui de la gestion alternative faiblement voire pas régulée et utilisant des véhicules largement contractuels (les « *hedge funds* »).

La séparation forte entre ces deux univers tend toutefois à s'estomper et les gestions alternatives font aujourd'hui l'objet d'une reconnaissance *de facto* de la part des régulateurs en raison de leur croissance comme de l'intérêt qu'elles suscitent. Cet intérêt est, il est vrai, attisé par le contexte de marchés difficiles, voyant la conjonction de marchés actions volatils et baissiers pour la troisième année consécutive et de taux d'intérêt revenus à des niveaux historiquement très bas.

Cet intérêt croissant du marché pour la gestion alternative doit toutefois être relativisé: l'ordre de grandeur des encours habituellement évoqué entre les OPCVM (ou « *mutual funds* » de l'autre côté de l'Atlantique) et les « *hedge funds* » montre que ceux-ci représentent aujourd'hui de l'ordre de 5 % de la gestion collective mondiale.

(34) Allemagne, Hong Kong, Irlande, Italie, Etats-Unis

On peut en outre noter que si beaucoup de nouveaux fonds ont été lancés depuis deux ans, beaucoup ont aussi été fermés faute de succès avec un « taux de mortalité » sans commune mesure avec la gestion classique. Les performances moyennes se sont par ailleurs établies en 2002 à un niveau assez faible, et le plus souvent très loin des ambitions initialement affichées par les promoteurs. En tout état de cause, quelle que soit la pertinence à un moment donné de telle ou telle stratégie de gestion alternative, son extension à un nombre croissant d'acteurs a pour conséquence directe de réduire mécaniquement les écarts de marché et donc de limiter le potentiel de sur-performance des fonds la mettant en œuvre.

Des réflexions actuellement conduites au plan international, on peut dégager les trois orientations suivantes :

- les préoccupations sur le risque systémique créé par le risque de défaut de fonds alternatifs, opaques et non régulés, à la suite de la faillite de LTCM en 1998³⁵, sont aujourd'hui moins souvent évoquées en raison notamment de l'évolution même du marché, d'une meilleure appropriation des outils de gestion du risque et d'un recours peut-être moins intensif aux effets de levier ;
- des interrogations se développent sur l'impact d'un certain nombre de techniques (dérivés, emprunts de titres) et de stratégies (par exemple les stratégies suiveuses de tendance) en termes de dynamique et de volatilité des marchés ;
- l'attention des régulateurs se focalise de façon croissante sur la protection de l'investisseur. En effet, le marché des fonds alternatifs *off shore* se caractérise encore par un cadre non surveillé ou faiblement réglementé et une forte opacité. Plus généralement, ces fonds mènent souvent des stratégies complexes dont les risques sont difficilement appréciables par un investisseur non averti.

Les objectifs poursuivis par nombre de régulateurs, dont la COB et le CMF, dans cette perspective sont les suivants :

- améliorer la surveillance des opérateurs en précisant leurs obligations (adéquation des moyens, maîtrise des outils, règles de bonne conduite...) et plus généralement encourager le développement de la gestion « on shore » (permettant de surcroît un meilleur suivi du risque global) ;
- établir des règles minimales sur les produits (par exemple pour l'établissement des comptes des fonds, leur certification et la ségrégation des actifs) ;
- améliorer l'information de l'investisseur, notamment au travers des règles de commercialisation.
- mieux cibler la commercialisation : dans ce cadre, plusieurs régulateurs ont cherché des restrictions qui permettent d'éviter la diffusion de ce type de produits dans le grand public sans précaution, pour plutôt le réserver à des investisseurs ayant une certaine compréhension du fonctionnement des marchés.

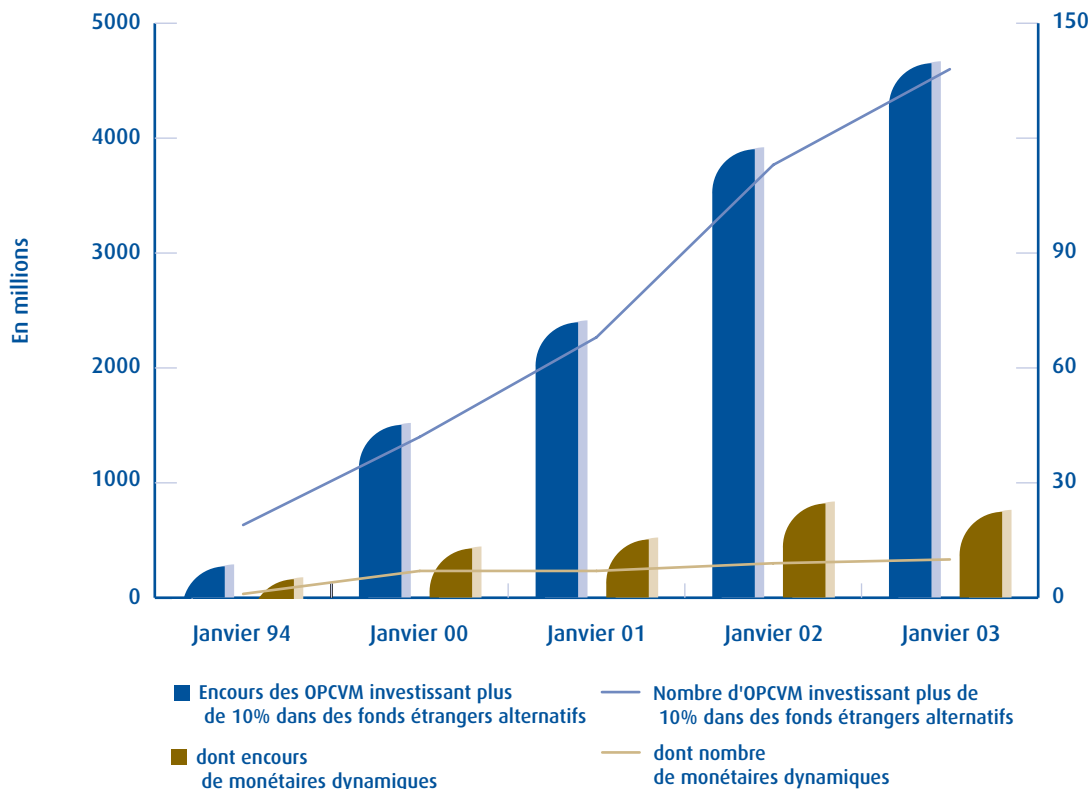
Au plan national, le développement de la gestion alternative s'est essentiellement poursuivi sous forme de fonds de fonds, soit en investissant la totalité de l'actif dans des fonds alternatifs représentant chacun une stratégie particulière³⁶, soit sous forme de fonds monétaires dynamiques (investis de façon majoritaire sous forme monétaire, la recherche d'une sur-performance se faisant par l'investissement minoritaire en fonds alternatifs).

L'accroissement du nombre d'OPCVM de droit français investissant plus de 10 % en fonds étrangers mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative s'est toutefois ralenti en 2002 (+ 20 % contre 60 % par an auparavant). Au 1^{er} janvier 2003, 138 fonds ont été recensés pour 4,7 milliards d'euros d'encours.

(35) Rapport annuel COB 1998, pages 10 et 52.

(36) La gestion alternative est en effet composée d'une très grande diversité de stratégies dont le comportement et la sensibilité aux évolutions de marché peuvent être très différentes.

Encours et nombre des OPCVM français qui investissent plus de 10 % en fonds étrangers alternatifs



Source : COB

Sur 10 fonds de fonds déjà répertoriés lors d'une précédente étude de la Commission en 1994, la performance annualisée de janvier 1994 à janvier 2003 ressort à 4,5 % en moyenne (avec une amplitude allant de 3,2 % à 6,6 %), alors que sur la même période la performance moyenne d'un fonds obligataire comme celle de l'indice CAC 40 se situe un peu au-dessus de 5 %.

Les discussions conduites en 2002 ont porté sur la nécessité de clarifier et de mieux sécuriser ce type de produit, qui existe en France depuis longtemps mais sous une forme relativement confidentielle. L'effort a porté sur trois points : un meilleur encadrement de l'exercice de cette activité, une clarification des règles appliquées à ces OPCVM, une information et une transparence renforcée.

La Commission a ainsi approuvé le principe d'un programme d'activité spécifique de la société de gestion, dès lors que celle-ci gère au moins un OPCVM ou un mandat investissant dans un ou des OPC de droit étranger dès le premier euro investi. Le contrôle *a priori* de ce programme s'appuie sur l'engagement de la profession *via* la publication d'un recueil de bonnes pratiques applicables à la gestion alternative et dont la Commission a approuvé les grandes orientations.

Le programme d'activité spécifique comporte six points clés :

- la détention de l'expérience et de l'expertise nécessaire par l'équipe de gérants pour ce type de gestion ;
- les procédures de sélection et de suivi des investissements ;
- la mise en place d'une organisation de contrôle des risques spécifique et formalisée ;

- la clarification des conditions d'exercice et le rôle de chaque opérateur, notamment celui du dépositaire.
- les moyens techniques (bases de données), adaptés au suivi des fonds et de leur performance;
- les modalités de commercialisation retenues, en particulier pour prévenir le risque de commercialisation abusive ou trompeuse.

La clarification des règles applicables à ces OPCVM repose notamment sur une classification spécifique permettant l'identification des produits exposés à plus de 10 % en OPC alternatifs, l'adaptation des règles de liquidité et de périodicité de calcul de la valeur liquidative, la définition des critères d'éligibilité des fonds cibles.

L'amélioration de l'information de l'investisseur passe par la description précise des stratégies mises en œuvre, les avertissements dans la notice sur les caractéristiques particulières de ces produits quant à leur profil de risque, l'utilisation d'indicateurs de risque spécifiques et la transparence sur l'impact des fonds sous-jacents en termes de cumul des frais.

Par ailleurs, le nombre de création de fonds de gestion alternative directe, c'est-à-dire des fonds mettant en œuvre des stratégies alternatives dans les limites réglementaires françaises (notamment effet de levier et prêt-emprunt de titres), est également en hausse.

Sur ces OPCVM, la Commission relève une information insuffisamment précise des porteurs de parts sur les stratégies développées. Il est rappelé qu'une explication claire et concise de l'objectif de gestion dans la notice d'information, permettant de comprendre les risques auxquels l'OPCVM s'expose, constitue une obligation absolue de la société de gestion et qu'il incombe à l'investisseur potentiel de ne souscrire que s'il a parfaitement compris les avantages et les risques du produit.

En concertation avec la profession, la Commission poursuit l'étude menée en 2002 par une réflexion sur les modalités selon lesquelles ces fonds pourraient mettre en œuvre directement certaines stratégies de gestion alternative au-delà des limites imposées par la réglementation, tout en poursuivant l'objectif constant d'information des souscripteurs sur la nature des risques encourus, de professionnalisme des acteurs et de prévention des risques systémiques. Les OPCVM réservés à des investisseurs qualifiés de l'article L. 214-59 du code monétaire et financier constitueraient le véhicule naturel de ce type de gestion.

3 La régulation des fonds à formule

a) La consultation publique

La Commission a publié, le 11 décembre 2002, un relevé de conclusion³⁷ sur la régulation des fonds à formule. Cette publication résulte de l'exploitation de la consultation publique lancée en août 2002 sur le sujet et de la concertation engagée avec l'association professionnelle AFG-ASFFI, représentée par les principaux acteurs dans le domaine des fonds à formule.

Ces fonds sont apparus, il y a 13 ans, avec l'émergence des OPCVM faisant l'objet d'une garantie³⁸. Un article au bulletin mensuel de la Commission leur a été consacré en avril 1992, précisant le cadre dans lequel ces OPCVM pouvaient être agréés en insistant sur la nécessité d'un encadrement spécifique lors de leur commercialisation.

La situation a rapidement changé ces dernières années en raison de l'évolution des marchés d'actions :

- en premier lieu, ces produits rencontrent un succès croissant auprès des épargnants : plus du cinquième des nouveaux OPCVM agréés sont des fonds à formule et leur encours approche les 35 milliards d'euros, massivement

(37) Bulletin mensuel COB, n° 374 de décembre 2002.

(38) Bulletin mensuel COB, n° 257 d'avril 1992.

promus par quelques grands réseaux (les cinq principales sociétés de gestion représentent plus de 70 % des encours de ce type de produit). Ils visent à répondre aux attentes des investisseurs particuliers qui recherchent à la fois la sécurité (par l'intermédiaire de la garantie qu'elle soit totale ou partielle) et le rendement potentiel lié à l'exposition au risque action. La structuration financière de ces fonds consiste à concentrer la gestion effective de la couverture des formules au niveau des salles de marché des grandes banques et de vendre très largement le savoir-faire de celles-ci sur les dérivés actions *via* le véhicule populaire qu'est l'OPCVM.

| | 31/12/2002 | 31/12/2001 | 31/12/2000 |
|---|------------|------------|------------|
| NOMBRE DE SOCIÉTÉS CONCERNÉES | 26 | 21 | 16 |
| NOMBRE DE FONDS RECENSÉS | 525 | 401 | 279 |
| ENCOURS TOTAL EN MILLIARDS D'EUROS | 35,0 | 28,7 | 22,5 |
| VARIATION (%) | 22 % | 27 % | ND |

Source : COB

- La nature de ces fonds devait en second lieu être précisée. Leur définition en tant que « fonds garantis » était en effet imparfaite dans la mesure où tous les fonds à formule ne font pas l'objet d'une garantie en capital (de l'ordre du cinquième) et ne sont donc pas aujourd'hui classés en « OPCVM garantis », et dans la mesure où près de la moitié des OPCVM garantis sont en fait des fonds à gestion active (recourant, par exemple, à la technique de l'assurance de portefeuille) et non des fonds à formule délivrant une performance selon des paramètres strictement prédéterminés.

| CLASSIFICATION | NOMBRE DE FONDS | ENCOURS AU 31/12/02 (M €) | PROPORTION/ENCOURS |
|--|-----------------|---------------------------|--------------------|
| GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION | 402 | 27,3 | 78 % |
| DIVERSIFIÉS | 106 | 7,0 | 20 % |
| ACTIONS FRANÇAISES | 9 | 0,4 | 1 % |
| ACTIONS INTERNATIONALES | 5 | 0,0 | 0 % |
| MONÉTAIRE EURO | 3 | 0,3 | 1 % |
| TOTAL | 525 | 35,0 | 100 % |

M : Million

Source : COB

Ce type d'OPCVM pose plusieurs questions justifiant une adaptation des règles habituelles mises en œuvre :

- en raison de leurs caractéristiques propres, résultant d'une exposition gérée au travers d'un contrat d'échange structuré par lequel une contrepartie s'engage à délivrer à l'échéance le résultat de la formule. Les questions ont trait notamment aux règles régissant le fonctionnement des OPCVM, qui n'ont pas été élaborées pour accueillir ces instruments financiers complexes. L'application des principes fondateurs de la gestion collective, tels que la division des risques, la possibilité de souscrire ou racheter à tout moment sur la base d'une valeur liquidative représentative des conditions de marché ainsi que la négociation au meilleur prix, dans l'intérêt du porteur, des instruments complexes utilisés, devait donc être envisagée sous un éclairage différent et adapté ;

- en termes d'information de l'investisseur, sur la nature du produit souscrit, fondamentalement différente de celle de la gestion classique. Ce n'est pas la qualité de la gestion au cours de la vie de l'OPCVM qui doit déterminer le choix d'investissement, mais la formule que le gérant propose à l'origine et dont le résultat sera connu *in fine*. La décision d'investissement doit donc être prise en fonction des anticipations de l'investisseur, au regard de la formule proposée. Il est donc nécessaire de donner aux souscripteurs des informations objectives et comparables qui leur permettent d'appréhender le produit proposé et ses espérances de gains.

b) Le relevé de décision de la Commission

Le relevé de décision publié par la COB le 11 décembre 2002 se résume en cinq points clés.

L'appellation, la définition et la classification

Le choix de la dénomination de « fonds à formule » permet de bien identifier la nature de ces fonds qui s'engagent à livrer à une certaine échéance une performance mécaniquement déduite de l'application d'une formule de marché.

La classification de l'OPCVM doit permettre d'exprimer son exposition réelle. Les fonds à formule sont aujourd'hui « garantis » s'ils s'engagent à restituer le capital *in fine* et « diversifiés » par défaut. Dorénavant, les fonds à formule feront l'objet d'une classification spécifique qui permettra de les identifier.

La compréhension de l'économie du produit

Différentes rubriques ont été créées ou aménagées dans la notice d'information :

- l'élaboration d'un avertissement spécifique mettant l'accent sur la durée de l'investissement recommandée et sur les valorisations intermédiaires;
- une description de la formule en deux temps : un objectif de gestion clair et synthétique, intégrant la description des avantages et inconvénients du produit et une description détaillée de son mécanisme, illustrée par des exemples;
- l'indication de ce que rapporterait le taux sans risque;
- les perspectives de gain et de perte : l'explicitation des scénarios de marché permettant de maximiser le résultat de la formule et la mise en avant des scénarios présentant des risques de perte maximums;
- l'adjonction de simulations historiques (ou « *back testing* »).

La commercialisation et les documents publics

La commercialisation est largement réalisée sur la base de documents commerciaux, même si la communication de la notice d'information est requise préalablement à toute souscription. Devront être repris de façon systématique dans l'ensemble des documents commerciaux, l'objectif de gestion incluant les avantages et inconvénients de l'OPCVM et les avertissements.

Sur proposition de l'association AFG-ASFFI, la Commission a accepté le principe de l'élaboration d'une charte de commercialisation applicable aux fonds à formule. Son objectif premier est de prévenir les risques de commercialisation abusive ou erronée des OPCVM à formule, notamment dans le cadre du démarchage. Elle contribuera à formaliser les devoirs et les obligations des sociétés de gestion et de ses distributeurs.

Le juste prix des contrats sous jacents

Il est rappelé que la société de gestion doit chercher les meilleures conditions possibles dans ses transactions avec les contreparties afin de respecter le principe fondamental de la primauté de l'intérêt des porteurs.

La société de gestion doit donc être en mesure de démontrer qu'elle a conclu la transaction au meilleur prix de marché dans l'intérêt des porteurs. Ce principe doit être mis en œuvre par une procédure de mise en concurrence systématique auprès de plusieurs contreparties.

A partir de ses moyens propres, la société de gestion doit effectuer un contrôle portant sur la pertinence du prix proposé, afin de valider l'opportunité de conclure un contrat sur un type de formule donné.

La mise en concurrence et la validation des prix proposés doivent être formalisées et traçables. Si la contrepartie n'a pas été mise effectivement en concurrence, un contrôle de la pertinence du coût doit être effectué à partir d'un modèle et de données indépendantes de ceux de la contrepartie.

La division des risques

Le décret n° 89-624, modifié en 2002, a introduit la possibilité, pour les fonds à formule de calculer la division des risques *ex ante*, à la conclusion des contrats. En effet, la formule étant prédéterminée, il est impossible au gérant d'arbitrer en cours de vie du produit sans mettre en péril la bonne réalisation des conditions de la formule à l'échéance. Les modalités de fonctionnement de la formule étant déterminées à l'origine de l'OPCVM, il est possible de vérifier *a priori* si le principe de division des risques est respecté, selon les caractéristiques intrinsèques de la formule, afin d'assurer sa conformité à la réglementation et à la directive européenne.

4 Les swaps de performance

La Commission a examiné la question relative à l'utilisation par un OPCVM de contrats d'échange de la performance d'un ou plusieurs OPCVM (« swaps de performance d'OPCVM »). Elle a subordonné l'utilisation de ces contrats à une clarification des objectifs poursuivis et au respect des règles applicables aux opérations et aux acteurs permettant d'assurer le respect des règles prudentielles, déontologiques et d'information des investisseurs.

a) S'agissant des OPCVM qui reçoivent la performance d'autres OPCVM (OPCVM cibles)

Le recours à l'utilisation de contrats à terme permettant à des OPCVM d'échanger leur performance implique pour l'essentiel l'application, par transparence, des règles habituellement mises en œuvre par un OPCVM qui investit directement dans un autre OPCVM.

Ainsi :

- les OPCVM cibles doivent répondre aux mêmes exigences que si l'OPCVM détenait les OPCVM cibles en direct ;
- la performance reçue en échange doit être celle d'un OPCVM ou d'un panier d'OPCVM qui serait éligible à l'actif ;
- les moyens de contrôle et d'information des porteurs doivent être mis en place.

Dans cet esprit, les principes suivants ont été retenus :

- tous les OPCVM cibles ne sont pas éligibles, il est tenu compte des règles de bon fonctionnement (par exemple la périodicité de la valeur liquidative), de la prévention des conflits d'intérêts (par exemple en excluant les OPCVM dédiés) et de la propre nature juridique de l'OPCVM ;
- il convient d'appliquer par transparence les règles de dispersion des risques ;
- l'information des porteurs (information sur les sous-jacents *a priori* et *a posteriori*, par exemple en termes de frais) et le fonctionnement du contrat de *swap*. Il est dans ce cadre souhaitable de distinguer les fonds garantissant la performance d'un panier d'OPCVM, des fonds de fonds à gestion discrétionnaire utilisant simplement des contrats à terme en complément ou substitution de la détention directe de titres en vue de dynamiser le rendement de leur performance.

b) S'agissant des OPCVM qui versent leur performance à une contrepartie

Le contrat par lequel l'OPCVM verserait sa performance contre un indice, un taux, un dividende, un rendement d'actions ou d'un indice est accepté par la Commission dans la mesure où ce type d'échanges ne soulève pas de difficulté particulière au regard de la protection des porteurs.

5 La méthode de valorisation des produits de taux dans les OPCVM

Une analyse de portefeuilles, réalisée dans le cadre de l'instruction des dossiers d'agrément en 2002, a permis de mettre en évidence des anomalies de valorisation de certains produits de taux dans les OPCVM.

a) Les modalités du retour à la valorisation au prix de marché

La Commission, à l'issue d'une concertation avec les professionnels, a demandé, pour les OPCVM ayant utilisé des méthodes susceptibles de conduire à des écarts entre la valeur de négociation et la valeur comptabilisée, d'adopter des règles de fonctionnement permettant de revenir à une situation de valorisation au prix de marché sans conséquences dommageables pour les investisseurs. Pour ce faire, la Commission a adressé une lettre à l'ensemble des sociétés de gestion en juin 2002, publiée dans son bulletin mensuel³⁹.

Afin d'éviter de déstabiliser le marché des titres et d'assurer que les porteurs de parts ou d'actions n'auront à supporter aucune perte, la Commission a prévu une période de transition.

Les principales caractéristiques de cette période de transition sont les suivantes :

- toute nouvelle acquisition doit être évaluée au prix de marché ;
- la poursuite de la linéarisation des positions existantes reste possible jusqu'au 31 décembre 2003, sous réserve de l'engagement de ne faire supporter aucune perte aux investisseurs ;
- les sociétés doivent en outre mettre en œuvre des diligences particulières, tant sur le plan des méthodologies de valorisation que sur le plan du contrôle interne.

Les sociétés devaient communiquer à la Commission et aux commissaires aux comptes concernés les modalités retenues pour le retour à une situation de valorisation au prix de marché au plus tard le 30 septembre 2002.

51 réponses ont été reçues. La Commission a recherché sur la base de ces réponses à en vérifier l'exhaustivité et la cohérence. Par sondages, elle a parallèlement cherché à contrôler la façon dont les sociétés de gestion avaient mis en œuvre les principes définis dans la lettre de juin 2002 afin de garantir la protection des investisseurs. Elle rappelle enfin la responsabilité directe des contrôles externes (dépositaires et surtout commissaires aux comptes des OPCVM) dans la sécurisation du dispositif retenu.

b) Les précisions apportées par la Commission

- Le périmètre des titres concernés

L'ensemble des actifs et contrats est concerné par le principe d'une valorisation à la valeur de marché : la seule dérogation au principe de valorisation à un prix de marché vise les titres de créance négociables d'une durée de vie inférieure à trois mois, sous certaines conditions, conformément au droit comptable. Le principe du retour à un prix de marché ne s'applique donc pas uniquement aux contrats d'échange dénommés « *asset swap* ».

(39) Bulletin mensuel COB, n° 369 de juin 2002.

- La méthode de valorisation retenue

Il est de la responsabilité de la société de gestion de mettre en œuvre les méthodes de valorisation adéquates ainsi que la valeur liquidative des OPCVM corresponde effectivement en permanence à la valeur de marché de leur portefeuille. Certaines sociétés ont mis en place des procédures fondées sur des revues périodiques systématiques de la valorisation de l'ensemble des lignes, afin, si un écart au delà d'un seuil significatif ligne par ligne est constaté, de recalculer leur valorisation. Il est rappelé que de telles procédures ne doivent pas avoir pour effet de s'éloigner du principe décrit ci-dessus.

- Le délai de règlement des indemnités

La Commission, dans son bulletin mensuel, avait mentionné que la créance résultant de l'annulation d'un impact négatif sur la valeur liquidative devait être réglée dans les meilleurs délais (une créance sur un tiers n'est pas un actif éligible) à l'actif d'un OPCVM.

- La clause de retour à meilleure fortune

Dans le cas d'un passage au prix de marché pendant la période de transition ou au 31 décembre 2003 au plus tard, les indemnités versées aux OPCVM restent définitivement acquises à ces derniers.

- Le cas de fonds garantis

Dans le cas spécifique de fonds à formule ou garantis, la linéarisation peut être indissociable de la promesse offerte. La valorisation au prix de marché peut avoir pour effet de décorrélérer l'évolution de l'OPCVM de son objectif de gestion ou de garantie. Cependant, il est important de considérer que malgré le fait que la promesse n'est délivrée qu'à un horizon déterminé, les porteurs de parts doivent conserver la possibilité de sortir à tout moment sur la base d'un prix de marché. Les sociétés de gestion doivent donc s'organiser, en concertation avec les garants, afin de préparer le passage en prix de marché au 31 décembre 2003.

- Le cas des fonds réservés à 20 porteurs et des fonds allégés

Ces OPCVM, ayant généralement pour vocation à gérer les actifs d'un petit nombre de clients ne peuvent pas déroger au principe général de la valorisation au prix de marché, une autre orientation mettant directement en risque la société de gestion.

La Commission rappelle également, que toute anomalie constatée dans l'application des principes arrêtés pour la période de transition, par les commissaires aux comptes, engagera la responsabilité de la société de gestion. Elle se réserve en outre la possibilité d'effectuer des contrôles afin de s'assurer de la pertinence et du respect des procédures mises en œuvre.

C L'AMÉLIORATION DU FONCTIONNEMENT DES OPCVM

1 Les suites du groupe de travail sur les frais et commissions dans les OPCVM

Le succès de l'industrie de la gestion dépend de la qualité de la relation formée entre investisseurs et opérateurs, notamment au plan des frais et commissions. Ces frais doivent être équilibrés pour ne pas représenter un prélèvement excessif sur la performance tout en rémunérant un haut niveau de service. Ils doivent aussi être clairement connus et compréhensibles pour l'investisseur dans le cadre de la relation de confiance nouée avec les professionnels de la gestion. Enfin, ils doivent favoriser une saine compétition entre les opérateurs.

C'est dans cet esprit que la Commission a décidé de constituer un groupe de travail sur les frais dans les OPCVM, sous la présidence de monsieur Philippe Adhémar, membre de la Commission, dont le rapport a été publié⁴⁰ le 9 octobre 2002.

Ce groupe, largement ouvert à des professionnels de la gestion, a produit un travail important d'analyse des frais dans la gestion collective en France, de comparaison au plan international, et de propositions d'amélioration.

Il ressort, en premier constat, une situation globale positive de la gestion française et, dans le même temps, un ensemble équilibré de propositions qui devraient permettre de la conforter.

La Commission en retire les orientations et les priorités suivantes.

L'affichage du total des frais sur encours

Il est apparu souhaitable d'améliorer la notice d'information des OPCVM pour mieux indiquer le niveau total des frais en utilisant le concept de « *total expense ratio* » qui est aujourd'hui le meilleur standard au plan international. Au travers de la notion actuelle de « frais de gestion » il est en fait déjà largement mis en œuvre, mais peut être amélioré par l'affichage d'un « total de frais sur encours » (TFE) incluant les taxes. Son usage doit en outre être étendu aux fonds de fonds, aux fonds communs de l'épargne salariale ou aux fonds investis en titres non cotés et ouverts au public (tels que les FCPI).

L'enrichissement de l'information sur le produit

Le rapport propose en outre d'enrichir l'information donnée dans la notice en matière de description de l'objectif de gestion, de présentation des performances passées et de transactions.

L'amélioration de la notice doit se placer d'emblée dans le contexte de la nouvelle directive européenne qui prévoit la mise en place d'un « prospectus simplifié » pour les OPCVM pouvant être offerts aux investisseurs dans tout l'Espace économique européen. La crainte d'une distorsion potentielle de concurrence vis-à-vis des OPCVM européens autorisés à la commercialisation en France a été évoquée du fait des informations incluses dans la notice des OPCVM français. La Commission n'exclut donc pas que, sur les quelques cas où ce risque de distorsion serait avéré, la mise en œuvre de ces propositions soit replacée dans la perspective du marché européen, étant entendu que le marché français de la gestion collective doit se maintenir au meilleur niveau européen.

Les rétrocessions

Le rapport a examiné la question des revenus tirés par certaines sociétés de gestion, et éventuellement le dépositaire des fonds, de mécanismes de rétrocession, l'un sur les transactions (la commission de mouvement) et l'autre, sur les fonds de fonds.

La Commission partage, sur ces deux mécanismes, la même analyse critique. Elle observe toutefois que leur poids dans le revenu global des sociétés de gestion reste heureusement marginal, et qu'un progrès a déjà été réalisé en France avec l'interdiction des rétrocessions sur courtage en 1997. Elle souhaite que les propositions faites par le groupe de travail, essentiellement en matière d'information, permettent d'abord de faciliter la comparabilité des frais dans les OPCVM. Dans la mesure où celle-ci se fonde sur la notion de total des frais sur encours, et que nombre de sociétés ne sont rémunérées que sur ces frais explicites, l'impact de la part de la commission de mouvement éventuellement partagée entre la société de gestion et le dépositaire doit être communiqué de la façon la plus claire possible à l'investisseur.

(40) Bulletin mensuel COB, n° 372 d'octobre 2002.

Les propositions du rapport devraient également conduire à faire bénéficier effectivement les porteurs de parts des fonds de fonds de l'intégralité des rétrocessions sur frais de gestion des fonds cibles. Tout en admettant la nécessité pour les premiers de négocier les frais de gestion supportés dans les fonds cibles, la Commission considère que le bénéfice de cette négociation menée par la société de gestion pour le compte des porteurs doit normalement profiter à ceux-ci.

Les coûts de distribution

Le rapport pose les termes du débat en matière de coûts de commercialisation. A cet égard, la Commission estime nécessaire, pour la compétitivité de la place française, de créer au plus vite des catégories de parts dans les OPCVM de droit français, comme cela est déjà massivement fait dans les OPCVM de droit européen autorisés à la commercialisation en France.

Elle constate que l'affichage des coûts liés à la commercialisation séparément des coûts de production des OPCVM pourrait avoir certains mérites. Mais cette séparation n'est pas pratiquée en Europe et doit être replacée dans le cadre du modèle intégré qui prévaut encore largement et dans lequel le réseau de banque de détail ne vend que « ses » OPCVM. Observant que la possibilité d'afficher de façon séparée les deux coûts reste en tout état de cause possible, la Commission considère que ce sujet doit notamment être abordé, dans le cadre des représentants multi-cartes et de la création d'une distribution indépendante au travers des « conseillers en investissements financiers ».⁴¹

La mise en œuvre des propositions du groupe de travail

Les travaux menés en vue de la transposition des directives 2001/107/CE et 2001/108/CE devraient permettre de mettre en œuvre les propositions du groupe de travail en 2003, pour application en 2004.

Les nouvelles directives intègrent en effet désormais dans leur champ l'harmonisation de l'information dans un support synthétique commun (« le prospectus simplifié »). La Commission et les professionnels ont jugé indispensable la participation active de la gestion française à la détermination de ses modalités pratiques de mise en œuvre.

Les travaux de transposition seront également l'occasion de clarifier et d'améliorer les textes en vigueur dans la gestion pour le compte de tiers, en y intégrant, en concertation avec la profession, les propositions du groupe de travail.

2 Les commissaires aux comptes d'OPCVM

La qualité du commissariat aux comptes des OPCVM apporte une sécurité aux investisseurs, qui renforce l'ensemble de règles applicables aux produits (règles d'investissement et de fonctionnement) et aux opérateurs (agrément d'une société de gestion, rôle du contrôle dépositaire).

Le législateur a au demeurant prévu que le commissaire aux comptes est désigné « *après accord de la Commission des opérations de bourse* », qu'il devait « *porter à la connaissance de l'assemblée générale de la SICAV, ou de la société de gestion (pour les FCP) les irrégularités et inexactitudes qu'il a relevées dans l'accomplissement de sa mission* », qu'il « *est tenu de signaler dans les meilleurs délais à la Commission des opérations de bourse tout fait ou décision concernant le fonds dont il a eu connaissance dans l'exercice de sa mission de nature à constituer un manquement ou une violation (...) susceptible d'avoir des effets significatifs sur la situation financière de l'OPCVM, à porter atteinte à la continuité de son exploitation, à entraîner l'émission de réserves ou le refus de la certification des comptes* ».

(41) Le projet de loi de sécurité financière prévoit la création des conseillers en investissements financiers.

Il est dans ce cadre utile d'intégrer les récentes évolutions du marché et de renforcer les règles permettant d'assurer l'indépendance des commissaires aux comptes et l'objectivité de leurs conclusions. Au cours de l'année 2002, trois orientations ont plus particulièrement été étudiées :

- éviter une accoutumance et une trop grande familiarité du contrôleur légal et de la société de gestion,
- permettre aux commissaires aux comptes de s'appuyer sur les dires d'un expert afin d'apprécier la valorisation d'instruments financiers complexes,
- contrôler la compétence ainsi que les diligences effectuées par les commissaires aux comptes tant *a priori*, lors de la nomination sur le premier OPCVM, qu'*a posteriori* (contrôle d'examen national d'activité et inscription sur la liste des commissaires aux comptes).

Accoutumance et trop grande familiarité

Vis-à-vis des sociétés contrôlées faisant appel public à l'épargne, la Commission recommande la rotation des associés signataires des mandats de commissariat aux comptes afin de renforcer l'indépendance des commissaires.

Cette disposition, si elle était retenue pour les OPCVM, n'atteindrait que très partiellement les objectifs poursuivis. En effet, les OPCVM confiant tant leur gestion administrative et comptable que leur gestion financière à une ou plusieurs sociétés de gestion, le principal interlocuteur du commissaire aux comptes est donc cette dernière.

La rotation des associés signataires ne semble donc pas adaptée et il paraît préférable de privilégier une obligation de pluralité des commissaires aux comptes, ce qui permettrait à la société de gestion de disposer de regards différents et indépendants les uns des autres sur les procédures retenues et les moyens mis en œuvre par les autres sociétés de gestion et aux commissaires aux comptes d'avoir un poids suffisant. Toutefois, les discussions avec les professionnels devront être poursuivies en tenant compte des modifications qui seront apportées par la loi de sécurité financière.

Vérification afférente à la valorisation des instruments financiers complexes

Les investigations menées par le service de l'inspection sur les conditions de gestion et les opérations réalisées depuis le 1er janvier 1998 pour le compte d'OPCVM avaient permis de mettre en évidence une insuffisance des diligences des commissaires aux comptes dans la mesure où il apparaissait que ces derniers n'avaient pas su appréhender, de manière correcte, le fonctionnement de certains contrats de gré à gré. La Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) a donc rédigé un avis technique relatif au contrôle de l'utilisation et de la valorisation de certains produits complexes dans les OPCVM.

L'avis prévoit que « *dans le cas de certains contrats complexes, le contrôle de la valorisation nécessite l'expertise d'une personne spécialement formée et qualifiée pour l'exercice de cette activité. Lorsqu'il utilisera les travaux d'un expert, le commissaire aux comptes se référera à la norme 2-503 « utilisation des travaux d'un expert ».* Le coût des travaux de l'expert sera supporté directement ou indirectement par l'OPCVM ». Cette mesure permet au commissaire aux comptes de juger par lui-même de la pertinence d'un modèle de valorisation particulièrement complexe ou innovateur.

Toutefois, le commissaire aux comptes ne doit pas se voir refuser le recours à un expert du fait d'honoraires trop élevés. En effet, le niveau actuel des honoraires des commissaires aux comptes d'OPCVM ne lui permet pas de prendre directement à sa charge le coût d'un expert. C'est pourquoi, les sociétés de gestion devront donc fournir une liste d'experts (3 au moins) pouvant être retenus par le commissaire aux comptes. L'instruction du 15 décembre 1998 relative aux OPCVM a été complétée en conséquence.

Compétence et diligences effectuées

Lors de la première nomination en tant que commissaire aux comptes sur un mandat d'OPCVM, la Commission a pu constater dans trois cas, outre leur inscription sur la liste des commissaires aux comptes, l'absence de mise à jour des programmes de travail des commissaires (référence à des textes obsolètes, aux statistiques COB...) et a fait procéder à leur régularisation.

Concernant les contrôles d'examen national d'activité, 49 dossiers d'OPCVM gérés par 25 sociétés de gestion différentes ont été examinés. Les principales insuffisances portent soit sur la valorisation des instruments (vérifications insuffisantes du commissaire, absence de double valorisation par la société de gestion, méthode de valorisation inadaptée retenue par la société de gestion) soit sur l'information délivrée dans les rapports annuels des OPCVM (méthode de valorisation, engagement hors bilan non exhaustif, délais de publication non respectés).

Un seul commissaire aux comptes fera l'objet d'un re-contrôle dans les deux ans par la CNCC et la COB, ses diligences ayant été jugées insuffisantes, sa nomination sur un nouvel OPCVM sera donc suspendue aux conclusions dudit re-contrôle.

3 L'évolution de la base de données de la COB

La base de données COB sur les OPCVM est la source d'information de nombreux investisseurs, professionnels ou non, qui viennent y rechercher les valeurs liquidatives des SICAV et des FCP agréés par la Commission. Ce référentiel alimente quotidiennement l'application OPCVM de la Banque de France et de nombreuses sociétés spécialisées dans l'information financière. Dans le cadre de la poursuite de la modernisation de ses outils, la Commission a lancé à l'automne 2002 un projet informatique afin de faire évoluer son système d'information relatif aux OPCVM et de transférer sur internet les applications disponibles sur le minitel.

La nouvelle base de données doit faciliter l'accès à l'information financière publique sur les OPCVM détenus par la Commission sur les OPCVM. Elle devrait passer en phase opérationnelle avant la fin de l'année 2003.

Il est prévu de mettre à disposition les valeurs liquidatives des OPCVM agréés sur le site internet grand public de la COB⁴². Le recours à la messagerie électronique pour transmettre les valeurs liquidatives des OPCVM permettra également aux sociétés de gestion d'adresser les notices d'information des SICAV et FCP sous ce même format. Ainsi, une fois que les sociétés de gestion auront adressé leurs notices, l'investisseur pourra consulter sur un site unique l'ensemble des notices d'information des OPCVM à jour.

Par ailleurs, les sociétés de gestion agréées par la COB bénéficieront de la mise en place d'un extranet, espace de travail réservé accessible par internet. Ceci leur permettra de saisir les informations destinées à la Commission dans un environnement sécurisé.

La Commission a annoncé, dans son bulletin mensuel⁴³, l'arrêt du service minitel lors de la mise en place de la nouvelle application. Elle invite les sociétés de gestion à reporter dès à présent la transmission des valeurs liquidatives du mode minitel sur le mode messagerie électronique⁴⁴.

Enfin, les abonnés aux flux d'informations OPCVM adressés par la COB *via* le minitel ou messagerie électronique seront informés, dans le premier cas, de l'arrêt de ce service, dans le second cas, de la modification de son format.

L'objectif commun poursuivi par les professionnels de la gestion et la Commission est de permettre à la place de disposer d'une visibilité accrue sur les OPCVM, qu'il s'agisse des notices d'information ou des valeurs liquidatives. La Commission espère ainsi contribuer, après sa rubrique « Sophie » dédiée aux sociétés cotées, à la promotion de l'information en ligne vers le public.

(42) <http://www.cob.fr>

(43) Bulletin mensuel COB, n° 371 de septembre 2002.

4 La classification des OPCVM

La classification actuelle des fonds à vocation générale a été mise en place en 1993 dans l'instruction COB sur les OPCVM et adaptée en 1998 afin de tenir compte de la mise en place de l'euro.

La grille de cette classification s'articule en cinq catégories : les OPCVM monétaires, les OPCVM obligations et autres titres de créance, les OPCVM actions, les OPCVM garantis ou assortis d'une protection et, pour les OPCVM ne relevant d'aucune des catégories précédentes : les OPCVM diversifiés.

Le critère majeur de classement des OPCVM repose ainsi sur l'exposition au risque sur l'un des trois marchés de référence retenus (actions, instruments de taux ou monétaire) ou sur une catégorie spécifique, les OPCVM garantis ou offrant aux souscripteurs une protection de capital.

Cette exposition est définie aujourd'hui comme l'obligation de détenir à tout instant au moins 60 % du portefeuille dans les titres correspondant à la classification (sauf pour les OPCVM monétaires qui doivent détenir 100 % de leur actif en instruments financiers monétaires). Ce seuil a été fixé volontairement à un niveau assez bas en 1993 pour prévenir le gonflement de la catégorie « diversifiés » (qui représente aujourd'hui plus de 40 % du nombre total des produits). Il est calé sur le seuil fiscal des plans d'épargne en actions (PEA).

La réforme du PEA a amené la Commission à faire évoluer sa classification. En effet, le PEA a été ouvert aux actions détenues en direct des pays de l'Union européenne à compter du 1er janvier 2002 et aux OPCVM (FCP et SICAV) investis au moins à hauteur de 75 % dans des actions des pays de l'Union européenne à compter du 1er janvier 2003.

Au regard de l'état actuel de la répartition des OPCVM, il apparaît en tout état de cause nécessaire d'adapter cette classification afin, outre le changement de règles fiscales sur le PEA, de prendre en considération :

- la relative illisibilité due au poids accru de la catégorie « OPCVM diversifiés » ;
- l'évolution des techniques financières (gestion alternative, fonds à formule).

Il a été décidé d'entreprendre la modification de la grille de classification en plusieurs étapes.

Première étape : l'adaptation de la catégorie « actions » afin de prendre en compte :

- avant le 31 octobre 2002, les modifications fiscales liées au plan d'épargne en actions (PEA) du fait d'une mise en application pour les OPCVM le 1er janvier 2003 ;
- un besoin plus général des sociétés de gestion d'identifier les investissements dans l'Union européenne⁴⁵.

Ainsi, l'instruction a été modifiée en novembre 2002 lors de la publication du bulletin mensuel⁴⁶ de la Commission afin d'intégrer la classification « action de la CE ».

Deuxième étape : l'adaptation de la classification aux fonds à formule et aux fonds de gestion alternative.

Troisième étape : la révision, dans le cadre de la mise en œuvre des directives n° 2001/108/CE et n° 2001/107/CE du 21 janvier 2002, de la grille de classification dans son intégralité et plus particulièrement la catégorie « OPCVM diversifiés ».

(44) Une documentation est disponible sur le site internet de la COB : rubrique « OPCVM et gestion ».

(45) Certaines sociétés préféreraient que la Commission définisse cette catégorie par référence à l'EEE.

(46) Bulletin mensuel COB, n° 373 de novembre 2002.

(47) La question du non-cumul des mandats de directeur général à raison des attributions que lui confère dorénavant la loi a fait l'objet d'un article paru au bulletin de la Commission n° 367 d'avril 2002 qui rappelle la problématique et apporte quelques précisions.

5 La loi NRE et le fonctionnement des SICAV

La loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (dite « loi NRE ») a introduit des dispositions nouvelles en matière de gouvernement d'entreprise. Elle a modifié notamment la répartition des pouvoirs et le fonctionnement des organes dirigeants au sein des sociétés anonymes en redéfinissant les fonctions exercées respectivement par le président du conseil d'administration et par le directeur général⁴⁷.

L'application aux SICAV de ces nouvelles règles a nécessité l'actualisation⁴⁸ des statuts-type faisant l'objet de l'annexe IV de l'instruction du 15 décembre 1998 relative aux OPCVM prise en application du règlement n° 89-02 de la Commission.

Cette actualisation a été accompagnée par les aménagements suivants :

- la mise à jour des références aux textes ayant fait l'objet de récentes codifications : le code de commerce et le code monétaire et financier (articles 1, 8, 10, 24) ;
- les précisions apportées (article 2 : opérations sur les marchés à terme, article 11 : cotation et mise en place d'un dispositif de surveillance des écarts de cours à la suite de la modification du décret n° 89-624, article 13 : actions détenues en usufruit) ;
- l'ajout de mentions optionnelles (article 9 : cotation par Euronext, apports en nature, article 13 : répartition des droits entre usufruitier et nu-proprétaire, article 17A règlement intérieur, article 20A : limite d'âge de la direction générale, articles 17A, 19B, 25 : visioconférences).

La Commission a adopté cette nouvelle annexe au cours de sa séance du 28 mai 2002⁴⁹.

