ENJEUX ET IMPACTS POUR LES ÉPARGNANTS FRANÇAIS DES MESURES COMMUNAUTAIRES TOUCHANT AUX PLACEMENTS FINANCIERS

JANVIER 2008

Rapport réalisé par EUROFI
pour le Comité consultatif du secteur financier

Didier Cahen
Marc Truchet
Laura Torrebruno

Le CCSF et EUROFI remercient pour leur précieuse contribution à l'élaboration de cette étude les membres du Comité de pilotage mis en place à cet effet. Ce comité s'est réuni quatre fois entre mai et octobre 2007. Il a associé, outre l'équipe d'EUROFI, nombre d'experts de la place financière de Paris, ainsi que les membres du Secrétariat général du CCSF.

Ce rapport a été mis en forme par le Secrétariat général du Comité consultatif du secteur financier. La mise en page a été réalisée par Mme Sylvie Mangeot et Mlle Florence Raynaud, les relectures par Mmes Françoise Massé, Catherine Richard et M. Dominique Régnier.

Résumé

Le cadre juridique dans lequel sont commercialisés les instruments financiers (actions, obligations, parts et actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou OPCVM) a été modifié avec l'entrée en vigueur, le 1er novembre 2007, des dispositions françaises de transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers dite « MIF ».. En outre, après la publication du Livre blanc sur le marché des fonds d'investissement en 2006, des réflexions ont été engagées à Bruxelles sur la révision des règles concernant les OPCVM. Ces avancées récentes visent à présenter à terme des aspects positifs pour les épargnants français, que l'étude explique dans toute leur portée.

La directive MIF concerne la fourniture de services d'investissement (réception-transmission d'ordres de bourse, exécution d'ordres, conseil en investissement, gestion de portefeuille…) par les prestataires de services d'investissement (banques, entreprises d'investissement…), sur divers marchés [1] (bourses, marchés non réglementés de type MTF [2] …). Elle encadre l'exercice de l'activité de prestataire de services d'investissement et définit les règles qui doivent s'appliquer dans les relations entre l'épargnant-investisseur et le prestataire de services pour la fourniture des services d'investissement.

De manière générale, la directive impose au professionnel, d'une part, d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients et, d'autre part, de fournir une information claire, correcte et non trompeuse. Elle lui impose également de communiquer les informations appropriées, sous une forme compréhensible, pour permettre aux clients de comprendre raisonnablement la nature du service proposé et les risques encourus, et être en mesure de prendre leur décision d'investissement de manière éclairée.

Dans la mise en œuvre de ces principes, la directive énonce les obligations que les prestataires de services d'investissement sont tenus de respecter.

➢ Le prestataire de services d'investissement est tenu de procéder au classement des clients dans trois catégories [3] différentes, selon qu'il s'agit de clients professionnels, de clients non professionnels ou de « contreparties éligibles **»**. Il doit informer ses clients de leur classement et leur indiquer les conséquences juridiques qui en découlent, c'est-à-dire le niveau de protection le plus élevé pour les clients non professionnels. Tout client peut cependant demander, sous certaines conditions, à être classé dans une autre catégorie.

➢ Selon le type de service d'investissement demandé et avant toute réalisation, le prestataire de services d'investissement doit évaluer la situation du client. La directive MIF distingue deux cas.

S'il s'agit de gérer un portefeuille ou de fournir un conseil en investissement, à l'initiative de l'établissement ou à la demande du client, le professionnel doit procéder à un test d'adéquation, de manière à lui permettre de recommander les instruments financiers qui

1 *La directive MIF supprime l'option de concentrer les ordres sur les marchés réglementés, que la France avait exercée. Désormais les ordres peuvent être placés sur le marché qui apporte la meilleure exécution possible à l'investisseur.*

2 *Un MTF (pour « multilateral trading facilities ») est une bourse électronique. À la différence des marchés réglementés de type Euronext, le MTF n'est pas soumis à des règles d'organisation strictes.*

3 *La directive définit les clients particuliers par défaut. Sont classés dans cette catégorie les clients qui ne rentrent pas dans la catégorie des clients professionnels ou des contreparties éligibles. Les clients professionnels sont notamment les investisseurs institutionnels (entreprises d'investissement, assureurs, banques, sociétés de gestion…), voire de grandes entreprises réunissant certains critères en termes de chiffres d'affaires, de total du bilan et de fonds propres.*

conviennent, et le client est tenu de lui fournir des informations concernant aussi sa situation financière et ses objectifs d'investissement, sous peine, pour le professionnel, de devoir s'abstenir de la fourniture du service y afférent.

Si le client demande simplement l'exécution d'un ordre, sans fourniture de conseil, le prestataire doit procéder au test du caractère approprié. Dans ce cas, il doit s'informer seulement de l'expérience et des connaissances du client en matière d'investissement. Si celles-ci ne sont pas appropriées au type d'ordre demandé ou si le client ne fournit pas toutes les informations, le prestataire est tenu à une obligation de mise en garde. Toutefois, par dérogation, si l'ordre porte sur un instrument non complexe, l'intermédiaire peut exécuter l'ordre sans avoir à procéder à cette vérification, à condition que le client soit clairement informé au préalable que le prestataire de services d'investissement n'est pas tenu d'évaluer que le service ou produit est approprié et que, par conséquent, il ne bénéficie pas de la protection correspondante des règles de bonne conduite.

➢ Le prestataire de services est tenu d'exécuter les ordres au mieux des intérêts des clients et de mettre en œuvre des procédures à cet effet. La meilleure exécution consiste à prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution, le meilleur résultat possible pour le client, sur la base d'un ensemble de critères incluant le prix de l'instrument, le coût, la rapidité et la probabilité d'exécution et de règlement du service. Le prestataire de services d'investissement doit aussi mettre en place une politique de gestion des conflits d'intérêts, et tenir un registre des types de conflits. Enfin, il doit rendre compte du service fourni par la remise au client d'un avis d'exécution d'ordre comportant les caractéristiques de l'ordre passé et par l'envoi d'un relevé pour les produits gérés sous mandat.

Ces dispositions, créatrices de droits renforcés, devraient avoir des impacts positifs pour les épargnants-investisseurs, à court et moyen termes.

➢ Les clients vont être, dans leur grande majorité, classés dans la catégorie des clientèles non professionnelles et bénéficieront du plus haut degré de protection prévu par les textes. Le recueil d'informations concernant les clients est un élément essentiel en vue de la fourniture de services d'investissement : il explique la mise en place, au sein des établissements bancaires et des autres prestataires de services d'investissement, de dispositifs de profilage des clientèles et d'envoi de questionnaires ou de propositions d'entretiens destinés à établir un diagnostic patrimonial.

➢ La directive devrait favoriser l'émergence d'une offre accrue et diversifiée de services d'investissement, tant du point de vue du conseil en investissement que pour les services d'investissement autres que le conseil. Elle devrait aussi améliorer le rapport « qualité-prix » de l'exécution des ordres.

➢ Plus généralement, les épargnants-investisseurs devraient bénéficier d'une généralisation des meilleures pratiques, du fait de la mise en place des nouvelles procédures internes dans les établissements. Par exemple, les clients seront informés de la politique relative à l'exécution des ordres et des dispositions relatives à la gestion des conflits d'intérêts. Désormais, ces procédures devraient faire l'objet d'une grande formalisation.

➢ Enfin, les épargnants devraient bénéficier d'une plus grande transparence des tarifs des services d'investissement et services connexes. En effet, les tarifs doivent être communiqués aux clients avant la fourniture du service d'investissement (en pratique, ils seront souvent joints à la convention de services) et les clients seront mieux informés des avantages et rémunérations (commissions et avantages monétaires et matériels) versés ou perçus par le prestataire de services d'investissement à l'occasion de la fourniture d'un service. Au total, les investisseurs mieux informés, devraient être à même d'évaluer le rapport « qualité-prix » des services et faire jouer la concurrence.

➢ Pour pouvoir bénéficier pleinement aux épargnants, la mise en œuvre de ces dispositions suppose des adaptations dans les établissements : formation des personnels, clarification de l'organisation interne, mise à jour des conventions de services…

A côté de la directive MIF, se trouvent les directives concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ces directives dites « OPCVM » [4] constituent le cadre juridique dans lequel ces instruments sont produits et distribués dans l'Union européenne. Ainsi, les OPCVM correspondant à certains critères peuvent être librement commercialisés dans d'autres États membres lorsqu'ils sont agréés par l'autorité compétente de l'État membre où ils sont domiciliés (ces OPCVM sont appelés OPCVM coordonnés).

La législation communautaire relative aux OPCVM a aussi mis en place un prospectus, dit simplifié. Ce document contient une information complète et transparente destinée aux épargnants, afin qu'ils disposent des renseignements essentiels et nécessaires à la prise de la décision d'investissement. Il apporte des éléments sur l'objectif et la stratégie de l'OPCVM, l'horizon de placement, le niveau de risque, les performances passées de l'OPCVM (même si celles-ci ne préjugent en rien des performances futures) et permet de comparer le produit (coûts, performances passées…) avec d'autres produits comparables [5]. Le prospectus doit être systématiquement remis à l'investisseur potentiel avant sa décision d'investissement. Jusqu'à présent, la finalité de ce prospectus n'a toutefois pas vraiment été atteinte, dans la mesure où ce document est souvent trop long ou mal compris par les épargnants.

La modification de la directive OPCVM annoncée par la Commission européenne devrait avoir des effets directs et indirects importants pour les épargnants. D'une part, le prospectus qui leur est destiné devrait être réellement simplifié en un document recentré sur les principales informations clefs qui leur sont indispensables pour prendre leur décision d'investissement. D'autre part, la réforme envisagée vise à accentuer la libéralisation de la gestion et de la commercialisation transfrontière des OPCVM, l'objectif recherché étant de favoriser les gains d'efficacité pour les établissements financiers en vue d'en faire profiter *in fine* les épargnants par une baisse des frais de gestion, une plus grande concurrence et une offre plus large de produits.

L'étude montre que l'ampleur des changements induits par l'ensemble de ces dispositions dépendra de l'appropriation par les épargnants des nouvelles règles, de l'émergence ou non de nouveaux acteurs et de systèmes alternatifs de négociation des placements financiers. Il est fondamental que les dispositions de protection des investisseurs soient correctement appréhendées par les épargnants. Dans cette optique, des campagnes d'information menées par les pouvoirs publics, les professionnels et les associations de consommateurs sont nécessaires, afin que les changements ne soient pas mal perçus, notamment lorsque les professionnels demanderont des informations aux épargnants dans le cadre de la vérification du caractère adapté ou approprié du service proposé. D'autres préconisations spécifiques sont énoncées dans le rapport : elles concernent le prospectus simplifié, la simplification des règles de distribution, le classement des OPCVM en vue de leur commercialisation, la convergence des réglementations concernant la distribution des produits d'épargne et d'assurance. Dans ce contexte, il apparaît nécessaire de veiller à ce que la transposition des textes européens n'aboutisse pas à introduire des règles qui seraient la source de distorsions de concurrence entre les États membres.

4 *Directive 2001/108 du 21 janvier 2002.*

5 *C'est-à-dire soumis à une même réglementation, appartenant à une même catégorie (ex : actions françaises) et sur une durée de placement équivalente.*

Sommaire

RESUME III

SOMMAIRE VII

INTRODUCTION XI

1. LE CADRE JURIDIQUE ET ECONOMIQUSE APPLICABLE AUX INSTRUMENTS FINANCIERS 13

1.1. UN MARCHE DYNAMIQUE ET EN PLEINE EVOLUTION 15

1.1.1. Les produits, notamment ceux investis majoritairement en actions, sont considérés comme offrant le meilleur rendement à long terme 15

1.1.2. La détention de valeurs mobilières en France augmente principalement au travers de l'assurance-vie 16

1.1.2.1. La détention directe et indirecte de valeurs mobilières 16

1.1.2.2. L'assurance-vie : une spécificité française 19

1.1.3. Les perspectives de développement du marché des valeurs mobilières restent favorablement orientées 19

1.1.3.1. Un besoin croissant d'économiser pour la retraite et pour la recherche de rendements élevés 19

1.1.3.2. Un renforcement progressif de la culture financière dans les années à venir 20

1.1.3.3. Une plus grande diversité de produits accessibles aux épargnants 20

1.1.3.4. L'ouverture progressive à la concurrence 21

1.2. UN CADRE JURIDIQUE LARGEMENT STRUCTURE PAR LE DROIT COMMUNAUTAIRE 22

1.2.1. Les directives communautaires ont été transposées en droit français 22

1.2.1.1. Des directives nombreuses qui s'inscrivent dans le cadre du Plan d'action sur les services financiers 22

1.2.1.2. La procédure Lamfalussy 24

1.2.2. Des dispositions législatives ou réglementaires nationales spécifiques favorisent l'investissement ou à l'épargne : quelques exemples 25

1.2.2.1. Le démarchage bancaire et financier et les conseillers en investissements financiers (CIF) 25

1.2.2.2. Le décret relatif aux associations souscriptrices de contrats d'assurance de groupe sur la vie 25

1.2.2.3. Les dispositions fiscales 26

1.2.3. L'industrie a mené de nombreuses initiatives pour préciser des sujets non couverts par les textes législatifs et réglementaires 26

1.2.3.1. Les codes de conduite concernant la production et la distribution des fonds d'investissement 26

1.2.3.2. Les codes professionnels relatifs à l'assurance 27

1.2.3.3. La charte des droits de l'épargnant établie par la Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER) 28

2. LES OBJECTIFS DE LA DIRECTIVE SUR LES MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF) ET LES IMPACTS POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS 29

2. 1. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS 31

2.1.1. La directive MIF remplace la directive sur les services d'investissement (DSI) pour l'adapter aux profondes mutations structurelles qui se sont produites dans les marchés financiers au cours des dix dernières années 31

2.1.2. La directive MIF vise à accroître la concurrence dans la fourniture de services d'investissement sur le marché communautaire 32

2.1.2.1. Une gamme élargie de services d'investissement et services connexes portant sur un nombre croissant d'instruments financiers 32

2.1.2.2. La suppression de la concentration des ordres sur les marchés réglementés ou la mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres 33

2.1.2.3. Des règles de transparence pré et post-négociation renforcées 34

2.1.3. La directive MIF offre aux épargnants-investisseurs un haut degré de protection 34

2.1.3.1. La catégorisation des clientèles 34

2.1.3.2. Des règles de conduite renforcées à l'égard des clients 35

2. 2. IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS DE LA MISE EN PLACE DE LA DIRECTIVE MIF 42

2.2.1. La suppression de l'option relative à la concentration des ordres pourrait ne pas avoir d'impact substantiel important pour les clients particuliers dans un premier temps 42

2.2.2. L'émergence d'une offre de services d'investissement structurée et compétitive sur l'ensemble du territoire communautaire sera favorable aux épargnants-investisseurs français 43

2.2.3. La grande majorité des épargnants-investisseurs sera classée dans la catégorie des clients non professionnels 43

2.2.4. L'évaluation des clientèles sera un exercice d'importance cruciale pour la fourniture des services d'investissement 44

2.2.4.1. Le recueil d'informations sur le client : l'envoi de questionnaires et les propositions de bilan patrimonial 44

2.2.4.2. Une évaluation modulée selon le type de service 44

2.2.5. L'information des clients est renforcée 45

2.2.5.1. La systématisation des meilleures pratiques en matière de meilleure exécution 45

2.2.5.2. La gestion des conflits d'intérêts 46

2.2.5.3. La transparence des frais 46

2.2.6. D'autres adaptations sont nécessaires chez les prestataires de services d'investissement pour servir au mieux les intérêts de leurs clients 47

2.2.6.1. Des mesures au niveau des établissements pour se conformer aux nouvelles exigences 47

2.2.6.2. La mise à jour des conventions passées avec les clients 48

2.3. MODALITES D'APPLICATION PREVUES : CALENDRIER, EVENTUELS DISPOSITIFS D'APPUI ET POINTS RESTANT EN DISCUSSION 49

2.3.1. L'objectif d'entrée en vigueur des dispositions de transposition de la directive MIF au 1er novembre 2007 a été respecté 49

2.3.2. Des points sont en discussion au sein de l'industrie 50

2.3.3. De nombreux établissements envisagent de mettre en œuvre les recommandations du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet 50

3. LE LIVRE BLANC SUR LE MARCHE UNIQUE DES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LES IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS FRANÇAIS 55

3. 1. LE CADRE COMMUNAUTAIRE DES OPCVM 57

3.1.1. La directive OPCVM de 1985 et celles de 2001 ont permis de créer un label produit novateur et harmonisé, reconnu en Europe et en dehors de l'Europe, qui a favorisé la croissance du marché 57

3.1.2. Malgré le développement réussi des OPCVM coordonnés, des obstacles restent à lever pour créer un marché européen véritablement intégré 59

3.1.2.1. Un paysage qui serait, selon la Commission européenne, encore dominé par des fonds de taille sous-optimale en termes d'économies d'échelle 59

3.1.2.2. Des obstacles restent à lever pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur 59

3. 2. ÉVOLUTIONS PREVUES ET IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS 61

3.2.1. Le Livre blanc propose de modifier la directive OPCVM dans quatre domaines pour permettre des économies d'échelle dans la gestion d'actifs et l'accès des clients-épargnants à une offre plus diversifiée 61

3.2.1.1. Simplifier les procédures d'autorisation en vue de la commercialisation transfrontière des fonds 61

3.2.1.2. Faciliter les fusions transfrontières de fonds et le regroupement des actifs dans une entité unique 61

3.2.1.3. Établir un passeport pour les sociétés de gestion agréées dans un État membre et leur permettre de gérer des fonds dans d'autres États membres 62

3.2.1.4. Améliorer le prospectus simplifié 62

3.2.2. Les différentes évolutions prévues dans le Livre blanc devraient avoir des impacts positifs significatifs pour les épargnants lorsque la future directive sera actualisée et transposée 62

3.3. MODALITES DE MISE EN ŒUVRE PREVUES ET POINTS RESTANT EN DISCUSSION 63

4. CONCLUSIONS 65

4.1. UNE DYNAMIQUE COMMUNAUTAIRE POSITIVE 67

4.2. DES PRÉCONISATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL 67

4. 3. DES PRÉCONISATIONS SPÉCIFIQUES 68

ANNEXES 71

GLOSSAIRE 91

LISTE DES MEMBRES DU COMITE DE PILOTAGE 95

LISTE DES PERSONNES CONSULTEES 97

Introduction

Les placements en bourse sont longtemps restés en France l'apanage d'une clientèle avertie ou fortunée, compte tenu des risques potentiels qu'ils impliquent et de la culture financière qu'ils nécessitent. Le développement de la gestion collective [6] a facilité l'accès à ce type d'investissement, au travers aussi bien d'achats de parts d'OPCVM [7] que de produits d'assurance-vie. Favorisée par la recherche de rendements plus élevés et dans la perspective de la préparation de la retraite ou de la constitution, voire la transmission, d'un patrimoine, la gestion collective a permis la démocratisation des investissements en valeurs mobilières, qui présente par ailleurs l'avantage, parmi l'ensemble des produits d'épargne, d'offrir le meilleur rendement dans une perspective de long terme.

Les placements financiers constituent une part significative de l'épargne des ménages français qui représente, chaque année, environ 15 % de leur revenu disponible brut. En 2006, le patrimoine financier des ménages se composait pour 34 % de titres détenus en direct, et pour 36 % de produits d'assurance-vie.

Le cadre juridique concernant la commercialisation de ces produits est principalement structuré par les lois de transposition des directives communautaires, comme les directives OPCVM de 2001, ou, s'agissant de l'assurance-vie, les directives assurance-vie et intermédiation en assurance de 2002, ainsi que par des mesures d'incitation fiscale nationales, comme le plan d'épargne en actions (PEA), destinées à favoriser l'investissement à long terme. Des codes de conduite publiés par l'industrie complètent ce dispositif.

La directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), dont les dispositions ont été transposées et sont entrées en application le 1er novembre 2007, régit les modalités d'exécution des transactions portant sur les instruments financiers et fixe les règles de conduites applicables aux relations avec les clients. Une autre évolution significative est normalement attendue en 2008, avec l'actualisation des directives OPCVM annoncée par la Commission européenne dans le Livre blanc sur les fonds d'investissement publié à la fin de l'année 2006.

Dans ce contexte, le Comité consultatif du secteur financier (CCSF) a chargé EUROFI de réaliser une étude visant à informer les membres du Comité et le grand public sur les impacts prévisibles pour les épargnants-investisseurs français de la future mise en œuvre, par les établissements financiers présents en France, des différents textes européens concernant les marchés financiers, et en particulier la directive MIF et le Livre blanc sur les fonds d'investissement.

Cette étude est centrée sur les aspects concrets et pratiques de ces textes pour la clientèle non professionnelle : comment ces mesures vont-elles se traduire dans les faits pour les épargnants-investisseurs français ? Elle porte également sur les établissements bancaires et financiers et leurs relations avec leurs clientèles : de quelle manière ces établissements projettent-ils la mise en place opérationnelle de ces mesures pour se conformer aux nouvelles exigences qui leur sont applicables ?

---

6 *La gestion collective est réalisée par un ensemble de sociétés gestionnaires de fonds qui collectent l'épargne d'une multitude d'investisseurs, particuliers ou entreprises, et la gèrent sous la forme d'organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM), de type sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ou fonds communs de placement (FCP), avec une politique de gestion unifiée. La gestion collective permet de faire bénéficier des milliers d'investisseurs d'économies d'échelle et d'accéder à des marchés qui pourraient leur être fermés, compte tenu de la faible taille, le plus souvent, de leur épargne.*

7 *Les parts d'OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) constituent une catégorie d'instruments financiers. Ces produits d'épargne, agréés par l'Autorité des marchés financiers (AMF), sont investis dans divers instruments financiers (actions, obligations, titres de créance, OPCVM).*

L'étude examine en particulier :

- l'environnement économique et juridique relatif aux marchés d'instruments financiers (Chapitre 1)
- les objectifs de la directive MIF et ses impacts prévisibles pour les épargnants-investisseurs français (Chapitre 2)
- les objectifs du Livre blanc et les impacts prévisibles pour les épargnants-investisseurs français (Chapitre 3)

Elle comporte des éléments de conclusion et, en fin de texte, un glossaire des principaux termes financiers utilisés.

1. LE CADRE ECONOMIQUE ET JURIDIQUE RELATIF AUX INSTRUMENTS FINANCIERS

Ce chapitre présente successivement les éléments qui participent à la description de l'environnement économique et juridique des instruments financiers.

1.1. UN MARCHE DYNAMIQUE ET EN PLEINE EVOLUTION

1.1.1. Les produits, notamment ceux investis majoritairement en actions sont considérés comme offrant le meilleur rendement à long terme

Les valeurs mobilières (voir annexes 1 et 2) sont une composante clé du marché de l'épargne. Elles recouvrent principalement deux grandes catégories d'instruments : les titres [8] (actions, obligations…) que l'investisseur peut acheter directement sur les marchés financiers (bourses) en s'adressant à des intermédiaires financiers (banques, conseillers en placement, courtiers en ligne…), et les produits de gestion collective (parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou OPCVM, de type SICAV ou FCP) gérés par des sociétés de gestion.

La gestion collective connaît un réel succès sur les marchés français et européen. En Europe, près de 31 000 fonds d'investissement gèrent un encours de plus de 5 900 milliards d'euros. Ce montant a quintuplé en l'espace de douze années. Il devrait, selon le Livre blanc de la Commission européenne, progresser de 10 % par an d'ici 2010, ce qui le porterait à plus de 8 000 milliards d'euros à cette date.

Toutes les études démontrent que les valeurs mobilières, notamment les actions ou les OPCVM constituées majoritairement d'actions, sont les produits de placement qui offrent, à long terme, le meilleur rendement. Sur une longue période, ce rendement est nettement supérieur à celui des produits d'épargne plus classiques, de type livret ou compte-épargne. Ainsi, une étude de l'INSEE [9] réalisée sur la période 1951-2000 met en évidence un rendement annuel moyen de + 6,2 % pour les actions, comparé à + 4,7 % pour les obligations et + 0,6 % pour l'or. Cette tendance est également confirmée par des analyses menées aux États-Unis sur le rendement historique des actions sur une période de deux siècles, qui font apparaître un rendement annuel réel (c'est-à-dire corrigé de l'inflation) de + 6,5 %, supérieur au rendement annuel moyen des obligations d'État à long terme qui se situe à + 1,7 % [10].

Mais cette performance est la contrepartie d'un risque en capital, c'est-à-dire d'un risque de perte de tout ou partie du capital investi, plus élevé. Les notions de risque et de rendement sont en effet intimement liées. L'ampleur du rendement potentiel de l'investissement est fonction du risque de perte en capital qu'il comporte. Celui-ci peut être égal, voire supérieur, au montant de départ investi pour des produits très risqués comme certains dérivés, mais dont le rendement peut être également potentiellement très fort. De manière générale, il peut être observé que plus la situation économique de l'emprunteur (par exemple, dans le cas des emprunts obligataires) est saine, et plus le rendement proposé à l'investisseur (coupon) est bas. En sens inverse, plus la performance de la société émettrice d'actions est bonne, et plus la valeur de l'entreprise, et donc le prix relatif de ses actions, est élevé en général.

L'ampleur du rendement est aussi la contrepartie d'une volatilité (fluctuation) des titres plus élevée à court terme. Les cours de bourse, qui résultent de la confrontation de l'offre et de la demande de titres, évoluent en effet en fonction de la qualité intrinsèque de chaque valeur (comme décrit ci-dessus), mais également en fonction de l'environnement économique et politique général qui devient de plus en plus globalisé.

---

8 *Les titres sont des valeurs mobilières négociables, représentatives soit d'une fraction de capital d'une société (action), soit d'un droit de créance général sur le patrimoine d'une société (obligation, certificat).*

9 *Source INSEE Première, n° 827, février 2002. Sur un horizon de 30 ans, les performances annuelles moyennes sont de + 5,5% pour les actions, de + 4,4 % pour les obligations et + 2,2 % pour l'or. Voir aussi l'annexe VI du rapport de J. Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers (novembre 2005).*

10 *Voir aussi le site* www.lafinancepourtous.com. *L'Institut pour l'Éducation financière du public (IEFP) indique constater « un plus grand écart entre le meilleur et le pire rendement des actions qu'entre le meilleur et le pire rendement des obligations », ce qui « confirmerait que les actions sont à la fois plus rémunératrices et plus risquées que les obligations ».*

À ces composantes (risque en capital et volatilité) peuvent s'ajouter d'autres risques, comme le risque de liquidité, tel qu'observé lors de la crise financière de l'été 2007 liée aux subprimes américains, où certains titres de dettes privées n'ont plus été cotés et sont devenus illiquides à la suite de la disparition de la confiance des investisseurs.

Ces éléments peuvent rendre les investissements en valeurs mobilières risqués, ou spéculatifs à court terme, surtout pour des investisseurs peu avertis. La durée de placement qu'il est nécessaire de respecter pour espérer le meilleur rendement est très variable et dépend du type de placement choisi. Pour les investissements en OPCVM majoritairement investis en actions, la durée de détention habituellement recommandée par les établissements financiers est de 5 à 8 ans minimum, ce qui est la durée évaluée, en général, en fonction des performances passées permettant a priori d'absorber des fluctuations futures des marchés financiers, et de limiter ou annuler le risque en capital. Comparativement, pour les obligations, la durée minimale recommandée est de 3 à 5 ans.

Sur un horizon temporel de long terme (et indépendant de l'évolution des cycles boursiers), la bourse est donc, de l'avis des spécialistes, le placement qui offre la plus grande rentabilité, à condition que le portefeuille de l'épargnant-investisseur soit diversifié.

Aussi, pour encourager et soutenir le développement de l'épargne, l'investissement en valeurs mobilières est-il favorisé depuis de nombreuses années par différentes mesures fiscales (assurance-vie, PEA, fiscalité des plus-values…).

Les valeurs mobilières viennent donc dynamiser et diversifier, avec un horizon de placement à long terme, un portefeuille de placements des ménages le plus souvent constitué :

- de produits d'épargne à court terme, comprenant des liquidités ou des produits d'épargne destinés à faire face aux besoins quotidiens ou aux imprévus, et pouvant, dans certains cas, procurer un rendement garanti, comme le livret d'épargne, le livret de développement durable (LDD) ou le livret d'épargne populaire (LEP) ;
- de placements destinés à préparer un projet immobilier, comme le plan épargne logement (PEL) et le compte épargne logement (CEL) ;
- d'autres produits de placement à long terme, comprenant les assurances-vie ou les produits d'épargne retraite tels que le plan d'épargne retraite populaire (PERP) ;
- d'investissements non financiers, comme l'immobilier et l'actif professionnel des entrepreneurs.

Les conseillers en placement recommandent aux épargnants d'allouer leurs avoirs entre divers actifs (actions, obligations, épargne liquide, immobilier…) répondant à des horizons de placement, des niveaux de risque en capital et des objectifs différents (capitalisation ou distribution de revenus par exemple).

1.1.2. La détention de valeurs mobilières en France augmente principalement au travers de l'assurance-vie

1.1.2.1. La détention directe et indirecte de valeurs mobilières

Comme le montre le tableau ci-après, la détention en direct de valeurs mobilières (titres et OPCVM) a dépassé 1 000 milliards d'euros en 2006 en France. Ce montant est en progression régulière depuis une dizaine d'années ; il ne représentait que 485 millions d'euros en 1995. La part des titres et OPCVM détenus en direct par les ménages reste stable dans le temps, et contribue pour environ un tiers au patrimoine financier des ménages français.

Patrimoine financier des ménages français

	1995		2000		2006	
	En milliards d'euros	En pourcentage	En milliards d'euros	En pourcentage	En milliards d'euros	En pourcentage
Dépôts à court terme	392,6	28,03	468,3	21,39	683,8	22,14
PEL et PEP bancaires	176,1	12,57	250,8	11,46	241,0	7,80
Détention de titres : actions, obligations (1)	269,6	19,24	518,7	23,69	736,8	23,85
OPCVM monétaires	64,6	4,61	27,9	1,28	31,3	1,01
OPCVM de long terme (actions, obligations)	149,6	10,68	237,4	10,85	271,2	8,78
Assurances-vie	348,3	24,87	686,2	31,34	1124,6	36,41
Total	**1400,7**	**100,00**	**2189,3**	**100,00**	**3088,7**	**100,00**

(1) Hors détention de titres de créance (environ 5 milliards en 1995)

Source : Banque de France

Des données croisées de la Banque de France, de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) montrent que la détention d'actions représentait près de 15 % du patrimoine financier en 2006. Mais, la part d'actions détenues en direct dans le patrimoine français est faible (de l'ordre de 5 %) et évolue peu dans le temps (elle baisse à 4,7 % en 2006). La préférence des Français va à la détention indirecte d'actions au travers d'OPCVM, de FCPE [11], d'autres fonds d'investissement et de contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Détention d'actions par les ménages français

	1995		2000		2006	
	En milliards d'euros	En part du patrimoine financier	En milliards d'euros	En part du patrimoine financier	En milliards d'euros	En part du patrimoine financier
Détention directe d'actions (hors actions non cotées)	**59,4**	**3,78 %**	**123,2**	**5,19 %**	**155,1**	**4,74 %**
Détention indirecte d'actions à travers des :	**136,8**	**8,69 %**	**151,5**	**6,38 %**	**330,1**	**10,09 %**
OPCVM actions	ND	ND	ND	ND	66,0	2,02 %
OPCVM diversifiés	ND	ND	ND	ND	38,0	1,16 %
OPCVM garantis	ND	ND	ND	ND	36,9	1,13 %
FCPE	39,3	2,50 %	37,5 %	1,58 %	43,8	1,34 %
Autres fonds d'investissement	ND	ND	ND	ND	6,1	0,19 %
Assurances-vie en unités de compte	97,5	6,19 %	113,9	4,80 %	139,3	4,26 %
Détention totale d'actions	**196,2**	**12,47 %**	**274,7**	**11,58 %**	**485,2**	**14,84 %**

Sources : Banque de France, Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), Autorité des marchés financiers (AMF)

La composition du patrimoine financier est sensiblement différente d'un pays européen à l'autre. Ces résultats s'expliquent principalement par la fiscalité, la maturité de l'industrie des placements et des différences culturelles.

11 FCPE : fonds commun de placement d'entreprise.

En Allemagne, la répartition est assez proche de celle de la France avec cependant une proportion plus forte investie en dépôts à court terme, au détriment d'investissements en assurance-vie, inférieurs, tandis que la proportion des titres est proche de celle de la France. En Espagne, les dépôts à court terme sont les plus élevés en part relative et représentent, avec les titres, plus de 70 % du patrimoine financier des ménages. En revanche, la détention de titres est la plus forte en Italie, notamment en raison de l'attrait des ménages pour les obligations. Le Royaume-Uni se distingue par une très forte proportion d'investissements en assurance-vie et en fonds de pension, et une détention réduite d'OPCVM.

Répartition du patrimoine financier des ménages européens

(en pourcentage)

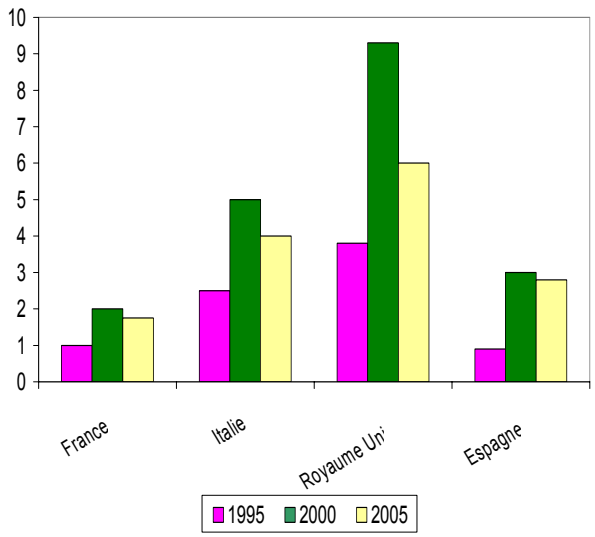
	Allemagne		Espagne		Italie		Royaume-Uni	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
Dépôts	34,0	34,2	38,5	36,5	23,5	25,6	20,4	26,2
Détention de titres	26,3	22,7	32,3	34,2	47,9	46,3	20,7	13 ,5
Détention d'OPCVM	12,0	12,9	15,2	14,5	17,2	10,7	5,2	4,3
Assurances-vie et fonds de pension	27,7	30,2	14,0	14,8	11,4	17,4	53,7	56,0
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Source : Banques centrales

Quand on compare, entre pays, les instruments financiers détenus en direct en moyenne par les investisseurs, la détention de titres sous forme d'actions est plus forte au Royaume-Uni (même si elle a tendance à baisser), et la détention d'OPCVM est plus forte en Italie. Comme le montrent les graphiques ci-dessous, en 2005, les ménages français détenaient en moyenne moins de 2 000 euros d'actions en direct (dont probablement une partie significative de titres de sociétés privatisées) et environ 5 000 euros de parts d'OPCVM.

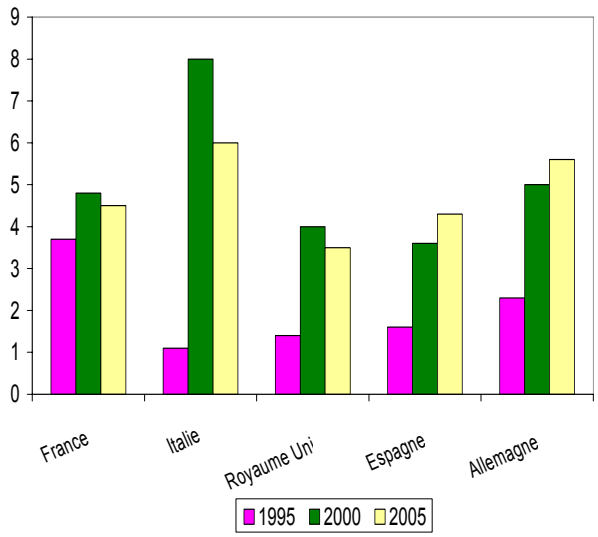
Encours d'actions cotées détenues en direct par les épargnants

(en milliers d'euros)



Encours de parts de fonds et OPCVM détenus en direct par les épargnants

(en milliers d'euros)



Source : Comptes financiers nationaux OCDE

1.1.2.2. L'assurance-vie : une spécificité française

L'assurance-vie se détache parmi les modes de détention indirecte et apparaît comme un placement très prisé par les Français. L'encours des placements d'assurance-vie a représenté 1 124 milliards d'euros en 2006, soit 36 % du patrimoine financier des ménages. Plusieurs facteurs expliquent le succès de l'assurance-vie dans notre pays :

- une fiscalité attractive, avec des mécanismes comme l'exonération des plus-values pour une détention supérieure à 8 ans et la franchise sur les droits de succession (ce dernier avantage pouvant cependant être d'une moindre importance par suite de la réforme du droit des successions par la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007) ;
- la possibilité d'accéder à une large gamme de produits financiers, avec des possibilités d'arbitrage au sein d'un même contrat ;
- un retrait partiel possible à tout moment. Dans ce cas, seule une partie des intérêts est imposée. Lors d'un rachat partiel, il est considéré, en effet, que le montant retiré est composé de capital et d'intérêts, et seule la fraction du retrait correspondant aux intérêts est imposée.

1.1.3. Les perspectives de développement du marché des valeurs mobilières restent favorablement orientées

1.1.3.1. Un besoin croissant d'économiser pour la retraite et pour la recherche de rendements élevés

La longévité de la population est en augmentation continue, d'environ un trimestre par an en moyenne en France selon l'INSEE. Le vieillissement de la population, conjugué au départ à la retraite des générations nombreuses d'après-guerre, pose avec acuité la question du financement des retraites. Les Français sont désormais conscients que l'allongement de la durée de la vie prolongera la période de retraite et que les régimes de retraite obligatoires ne pourront en couvrir que de plus en plus difficilement la charge.

Mieux sensibilisés sur leurs droits (comme le prévoit la loi Fillon du 21 août 2003), les Français sont de plus en plus nombreux à se préoccuper de la préparation de leur retraite, et à porter plus d'attention aux placements dans des produits financiers de long terme offrant des rendements plus élevés.

Cette circonstance devrait favoriser le développement des marchés actions, mais aussi le compartiment des OPCVM (SICAV et FCP), ainsi que les placements en assurance-vie ou en épargne retraite permettant de se constituer un complément de revenus au moment de la cessation de l'activité professionnelle.

Divers dispositifs de retraite complémentaire existent déjà en France. Individuels ou collectifs, en général associés à des incitations fiscales (voir annexe 4), ils concernent certaines parties de la population : les fonctionnaires (Préfon), les entrepreneurs (contrats Madelin) ou les salariés (plans d'épargne retraite collectifs de type PERCO [12] ou PERCOI [13])… Ces régimes sont largement investis en valeurs mobilières par le biais d'OPCVM, et assortis de mécanismes de sécurisation qui privilégient le placement en actions lorsque la date de la retraite est éloignée, mais qui imposent qu'une part croissante de l'épargne soit investie sur des supports obligataires à mesure que l'épargnant se rapproche de la retraite. Au sein des PERP, par exemple, la part des actions diminue à 20 % à deux ans de l'âge de la retraite.

---

12 *PERCO, plan d'épargne pour la retraite collectif, est mis en place au sein d'une entreprise par un accord collectif. Il permet aux salariés de se constituer une épargne retraite qui leur sera versée sous forme de rente ou de capital (si le plan le prévoit), au moment de la retraite. Le PERCO peut faire l'objet d'un abondement de la part de l'employeur. L'ouverture du plan est conditionnée à l'existence d'un plan d'épargne de court terme (plan d'épargne entreprise / plan d'épargne interentreprises).*

13 *PERCOI, plan d'épargne pour la retraite collectif interentreprises, est destiné aux professions libérales, aux commerçants et PME qui emploient moins de 100 salariés. Le PERCOI est mis en place par l'entreprise, avec l'accord des deux tiers des salariés (ou du comité d'entreprise). L'ouverture du plan est conditionnée à l'existence d'un plan de court terme (plan d'épargne entreprise / plan d'épargne interentreprises).*

1.1.3.2. Un renforcement progressif de la culture financière dans les années à venir

La détention d'investissements tant en actions qu'en parts d'OPCVM des épargnants français, plus faible que dans d'autres pays européens, peut être en partie attribuée à une culture financière moyenne inférieure à celle d'autres pays européens.

Les résultats d'une enquête TNS SOFRES, effectuée en octobre 2004 pour le compte de l'Autorité des marchés financiers (AMF), ont montré que les Français ont une large méconnaissance de la finance. Les trois quarts d'entre eux déclarent en effet mal connaître ce domaine et la moitié s'estime insuffisamment armée pour choisir un produit financier sur lequel investir. Les lacunes portent non seulement sur le fonctionnement des marchés financiers (architecture, réglementation, aspects pratiques), mais aussi sur les produits et leurs caractéristiques, que les sondés soient ou non détenteurs de valeurs mobilières. Une majorité d'entre eux (69 %) perçoit les produits financiers comme des instruments complexes. La moitié estime que ces produits sont réservés à des initiés.

Pour pallier leur méconnaissance de la matière financière, les Français s'appuient majoritairement sur leur conseiller financier (notamment des réseaux bancaires) et, dans une moindre mesure, sur les médias (presse généraliste, radio, télévision). L'étude montre que 82 % des sondés estiment que des cours d'éducation financière devraient être dispensés au collège ou au lycée, et un Français sur trois est disposé à suivre une formation ou une initiation sur les sujets financiers.

Les mesures issues de la directive relative à l'intermédiation en assurance (voir annexe 6), mais aussi de la directive relative aux marchés d'instruments financiers (MIF) devraient permettre d'améliorer l'information des épargnants. Mais de nombreux professionnels considèrent que des actions complémentaires de la part des pouvoirs publics sont à prévoir. Certains pays européens, comme la Grande-Bretagne, ont beaucoup investi dans des actions de formation en matière d'éducation financière. En France, deux organismes ont récemment été créés pour renforcer la culture financière, l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) [14] et le Conseil pour la diffusion de la culture économique (CODICE). Une plus forte implication de la société civile, et en particulier des associations de consommateurs et d'épargnants, doit également être favorisée pour accroître la culture financière des Français, en complément des actions engagées par les professionnels et les pouvoirs publics.

1.1.3.3. Une plus grande diversité de produits accessibles aux épargnants

L'innovation-produit a été très forte au cours des dix dernières années dans le domaine des valeurs mobilières et en particulier dans la gestion collective. De nombreux produits, notamment destinés à des épargnants moins chevronnés, ont été créés par les sociétés de gestion et les promoteurs, Ces produits connaissent un succès, car ils ne nécessitent pas de compétences financières particulières et offrent, pour certains, une garantie en capital qui est rassurante. On peut citer en particulier :

- ***les fonds profilés***. Il s'agit de fonds investis dans différentes classes d'actifs ou dans des parts de plusieurs OPCVM. Souvent assortis de profils de gestion prudente, équilibrée ou dynamique, ces fonds permettent à l'investisseur de déléguer la gestion de ses investissements à l'organisme financier (société de gestion) qui pilote les arbitrages dans le temps en fonction de l'orientation donnée ;
- ***les fonds à capital garanti.*** Dans ce cas, le capital investi (hors frais d'entrée en général) est garanti à l'échéance et l'investisseur peut bénéficier en partie de l'augmentation des marchés boursiers, en fonction de critères quantitatifs définis dans le descriptif du fonds. Ces produits utilisent des mécanismes financiers complexes de couverture du risque, mais connaissent un engouement très fort du fait de la garantie de capital offerte, même si celle-ci est logiquement synonyme de rendement moindre ;

14 *Voir le site Internet* www.lafinancepourtous.com

- ***les fonds indiciels.*** Ces organismes de placement collectif (sous la forme de SICAV) ont pour objectif de répliquer les variations d'un indice prédéterminé (CAC 40, DJ Eurostoxx 50…). Les classes d'actifs détenues au sein de l'OPCVM sont le reflet de la composition de l'indice qu'ils suivent. Certains de ces fonds sont cotés.

Les gammes d'OPCVM proposées se sont considérablement étendues en France. Des fonds couvrant toutes les zones géographiques coexistent avec d'autres concernant certains secteurs industriels ou types d'entreprises, tels que des entreprises dans des situations spécifiques (entreprises en retournement ou en restructuration) ou des entreprises avec des capitalisations limitées, des sociétés innovantes ou en développement (FCPR [15] ou FCPI [16]). Certains OPCVM bénéficient d'incitations fiscales particulières. D'autres ont une orientation d'investissement dans des entreprises reconnues dans le domaine du développement durable ou de leur action éthique. L'éventail des actifs financiers s'est aussi étendu avec, par exemple, de nombreux fonds investissant dans l'immobilier ou les matières premières.

Enfin, l'assurance-vie a contribué à enrichir la gamme des produits financiers, avec le développement des contrats multisupports incluant des fonds en euros (qui offrent une garantie en capital à l'échéance) et des fonds en unités de compte (investis sur divers supports actions, obligations, OPCVM…).

1.1.3.4. L'ouverture progressive à la concurrence

Pendant longtemps, les banques et les agents de change ont été les intermédiaires principaux pour l'achat de titres en direct. Les banques distribuaient aussi leurs propres produits de gestion collective (actions de SICAV et parts de FCP), développés et gérés par leurs filiales constituées en sociétés de gestion.

Les évolutions juridiques liées à la mise en œuvre de la libre circulation des OPCVM dits coordonnés [17], et les avancées techniques ont permis une ouverture progressive de la distribution. Ainsi, de nouveaux canaux de vente directs sont apparus en complément des réseaux bancaires. La distribution par téléphone et par Internet a donné accès aux bourses mondiales, mais aussi aux fonds commercialisés par une multitude d'autres établissements financiers. Les conseillers en gestion de patrimoine indépendants [18] ont vu croître leur rôle dans la commercialisation des instruments financiers. Au total, l'accès aux marchés boursiers européens et mondiaux est devenu plus facile pour les investisseurs avertis, et des lieux d'exécution alternatifs des ordres d'achat ou de vente de titres, comme les systèmes multilatéraux de négociation [19] (MTF), se sont développés dans certains États membres.

Pour tenir compte de ces évolutions, les *back offices* des banques se sont progressivement organisés pour permettre le traitement des ordres de bourse portant sur des parts d'OPCVM provenant d'établissements tiers ou de l'étranger. Ces développements ont permis d'accroître la part des fonds tiers [20] et des fonds étrangers distribués par les intermédiaires financiers, et, par conséquent, d'élargir la gamme des produits offerts aux épargnants.

À terme, on peut penser que l'extension de ces nouveaux modes de distribution aura des répercussions favorables pour l'ensemble des épargnants, et qu'elle induira des réflexes de mise en concurrence des intermédiaires dans la recherche d'instruments financiers plus performants ou mieux adaptés à leurs objectifs de placement.

---

15 *FCPR (fonds commun de placement à risque) : ces fonds investissent au moins 40 % de leurs actifs dans des valeurs non cotées.*

16 *FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) : ces fonds doivent être constitués à hauteur de 60 % au moins par des titres de sociétés* non cotées*, employant moins de 500 salariés et présentant un caractère innovant.*

17 *OPCVM régis par la directive 85/611/CE. Voir aussi chapitre 3.*

18 *La notion de « conseiller en gestion de patrimoine indépendant » recouvre plusieurs statuts : les conseillers en investissements financiers ou CIF (cf. point 1.2.2.1), les démarcheurs bancaires et financiers, les courtiers d'assurances.*

19 *Voir chapitre 2.*

20 *Les fonds tiers sont des fonds gérés par une société de gestion distincte du groupe auquel se rattache l'intermédiaire (banque) qui a commercialisé ces produits.*

En effet, selon une enquête de l'AMF, les Français comparent rarement les instruments d'épargne que leur proposent les établissements (banques, assureurs, courtiers ou agents généraux d'assurance), alors qu'ils le font quasiment systématiquement pour la souscription d'un prêt bancaire ou d'un crédit à la consommation. Seul un Français sur trois détenant un patrimoine financier met en concurrence les intermédiaires. Cette proportion passe à un sur cinq, s'il s'agit d'actions ou d'OPCVM.

1.2. UN CADRE JURIDIQUE LARGEMENT STRUCTURE PAR LE DROIT COMMUNAUTAIRE

Le cadre normatif français concernant l'épargne et l'investissement repose sur deux types de textes : des lois de transposition des directives communautaires et des lois (et mesures réglementaires) nationales spécifiques.

À cela s'ajoutent des codes de conduite élaborés par les organisations professionnelles représentatives du secteur.

1.2.1. Les directives communautaires ont été transposées en droit français

1.2.1.1. Des directives nombreuses qui s'inscrivent dans le cadre du Plan d'action sur les services financiers

Il existe plusieurs directives concernant les produits d'épargne et d'investissement. De manière générale, ces textes définissent les règles que doivent respecter les entreprises productrices (établissements de crédit, entreprises d'assurance…) et les intermédiaires (prestataires de services d'investissement, intermédiaires en assurance…), et régissent les produits et services (OPCVM, services d'investissement, contrats d'assurance-vie…) vendus ou fournis par les entités précitées. En d'autres termes, ces textes fixent notamment :

- des règles relatives à l'établissement et l'agrément des sociétés ;
- la nature, le contenu et la gestion des produits (par exemple, les types d'instruments financiers pouvant être utilisés comme supports des OPCVM coordonnés) ;
- des règles d'enregistrement réglementaire et de reconnaissance mutuelle (ou passeport) des produits (OPCVM coordonnés) ou des services (conseil en investissement et services connexes pour les prestataires de services d'investissement) qui permettent la libre circulation, dès lors que l'agrément de ces produits ou services a été réalisé dans leur pays d'origine ;
- le type d'information à donner à l'investisseur ou au souscripteur du contrat avant et au moment de l'achat ou de la souscription (remise du prospectus simplifié pour les OPCVM, de la note ou notice d'information en assurance-vie), ou pendant la période de détention des produits (reporting sur les performances ou les coûts pour les instruments financiers, relevé annuel en assurance-vie…) ;
- les rôles et responsabilités des différents acteurs intervenant dans la production, la gestion ou la commercialisation desdits produits (promoteurs, sociétés de gestion, sociétés d'assurance, dépositaires, autres intermédiaires participant à la distribution).

La plupart des directives relatives à l'épargne et à l'investissement, dont celles relatives à la distribution des instruments financiers, s'inscrivent dans le Plan d'action sur les services financiers (PASF) adopté en 1999 par la Commission européenne. Ce plan vise à favoriser l'achèvement du marché unique des services financiers après la mise en place de l'euro.

Parmi les textes énoncés alors par l'exécutif communautaire, on distingue des directives « *produits* », relatives à des produits financiers spécifiques, et d'autres directives dites « *transversales ou fonctionnelles* », dont les règles sont communes à plusieurs catégories de produits d'épargne ou d'investissement, ainsi rappelées dans le tableau ci-après et à l'annexe 5.

Type de directives	
Directives produits	**Directives transversales ou fonctionnelles**
– Directives OPCVM (1985 et 2001). – Directive assurance-vie (2002). – Directive Prospectus (2003). – Directive Épargne (2005).	– Directive relative aux marchés d'instruments financiers (2004 et 2006). – Directive relative aux abus de marché (2003). – Directive sur les contrats de garantie financière (2002). – Directive relative à la commercialisation à distance des services financiers (2002). – Directive « transparence » (2004). – Directive relative à l'intermédiation en assurance (2002). – Directive relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (1991, 2001, 2005). – Directive relative aux pratiques commerciales déloyales des entreprises vis-à-vis des consommateurs (2005). – ….

Plusieurs de ces directives ont été mises à jour pour tenir compte de l'innovation-produit et de l'évolution des marchés, pour accroître la concurrence entre les acteurs de l'industrie, ou favoriser la commercialisation dans les États membres de l'Union européenne. C'est le cas de la directive OPCVM, par exemple, dont la première version date de 1985 [21], modifiée en 2001 par l'adoption de deux nouvelles directives [22], et pour laquelle de nouvelles modifications sont envisagées par la Commission européenne (voir chapitre 3). C'est le cas également des directives « assurance », dont les premières ont été adoptées dans les années 80, et qui ont été régulièrement actualisées.

Certaines des directives transversales relatives au secteur financier (voir annexe 5) ont des impacts directs pour les épargnants (c'est le cas, en particulier, des directives relatives à la commercialisation à distance des services financiers, aux marchés d'instruments financiers et à la lutte contre le blanchiment des capitaux). D'autres, en revanche, ne concernent que les institutions financières et les émetteurs, et n'impactent qu'indirectement les épargnants (on peut mentionner, à cet égard, les directives concernant les contrats de garantie financière, les activités de surveillance des institutions de retraite professionnelle, les offres publiques d'achat ou l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement).

Les directives relatives aux produits financiers sont soit d'harmonisation minimale, soit d'harmonisation maximale, soit de reconnaissance mutuelle.

Les premières (qui sont généralement les plus anciennes) laissent aux législateurs nationaux la possibilité de fixer des règles plus contraignantes ou plus strictes que celles prévues par la réglementation communautaire. Pour les deuxièmes, les législations doivent être strictement conformes aux dispositions communautaires. Toutefois, le législateur national peut disposer ou non, selon le cas et en conformité avec le droit communautaire, d'une marge de manœuvre qui permet de tenir compte des particularités du marché local ou de répondre à un besoin spécifique de protection des épargnants dans la loi de transposition. Les troisièmes prévoient un passeport soit pour des produits, soit pour des services, et sont généralement combinées à des dispositions d'harmonisation minimale.

21 *Directive 85/611 du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certaines organismes de placement collectifs de valeurs mobilières.*

22 *Directives 2001/107 et 2001/108 du 21 janvier 2002. Le premier texte vise à introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et au prospectus simplifié, le second concerne les placements des OPCVM.*

1.2.1.2. La procédure Lamfalussy

La mise en place d'un cadre normatif communautaire, et a fortiori sa modification, est un mécanisme long. Le processus décisionnel suppose, pour les textes relatifs à l'épargne et à l'investissement, l'accord conjoint du Parlement européen et du Conseil selon la procédure de la codécision [23] définie à l'article 251 du Traité instituant la Communauté européenne.

Pour faciliter la mise à jour des directives dans le secteur financier, un nouveau mécanisme, la procédure Lamfalussy, a été approuvé par le Conseil européen de Barcelone des 15 et 16 mars 2002. Initialement conçue pour le domaine des valeurs mobilières, cette procédure a été étendue, en 2005, aux directives relevant des secteurs de la banque et de l'assurance, dans le but de favoriser la mise en œuvre du marché intégré des services financiers.

La procédure Lamfalussy procède de l'idée de faire évoluer plus rapidement le contenu et les règles de la législation communautaire adoptées par le Parlement européen et le Conseil au niveau 1 (composé de directives ou de règlements cadres), par des mesures dites de niveau 2 (directives ou règlements d'exécution) venant préciser ou clarifier la réglementation originelle, mais adoptées par la Commission (par exemple, la directive relative aux marchés d'instruments financiers).

Conformément aux conclusions du Conseil Ecofin de décembre 2007, cette procédure devrait être révisée à l'avenir pour faire la place à un rôle accru des organismes de niveau 3 (les autorités de contrôle et de supervision) dans la coordination des dispositions législatives et réglementaires nationales de transposition des directives. Il est envisagé, en particulier, de faciliter la prise de décision (celle-ci repose sur le consensus au sein des comités du secteur des marchés financiers, de la banque et de l'assurance) par l'introduction du vote à la majorité qualifiée pour l'adoption des recommandations.

La procédure Lamfalussy

La procédure Lamfalussy distingue plusieurs niveaux décisionnels :

- **Niveau 1** : Les grands principes (principes cadres) formulés dans des directives ou des règlements sont adoptés par le Parlement européen et le Conseil, sur proposition de la Commission, selon la procédure de la codécision prévue à l'article 251 du Traité instituant la Communauté européenne.
- **Niveau 2 :** Les mesures techniques (directives ou règlements d'exécution) sont prises par la Commission, après consultation, selon le cas, du comité du secteur financier compétent (marché, banque ou assurance) composé de représentants des États membres (le Comité européen des valeurs mobilières ou CEVM pour les marchés financiers, le Comité européen des assurances et pensions privées ou CEAPP pour l'assurance, le Comité bancaire européen ou CBE pour la banque [24]). Dans l'élaboration de ses propositions, la Commission prend en compte l'avis des superviseurs (le Comité européen des régulateurs des marchés financiers ou CERMV, le Comité des superviseurs d'assurance européens ou CSAE, et le Comité européen des superviseurs bancaires ou CESB [25]).
- **Niveau 3 :** Des recommandations, orientations et interprétations communes sont élaborées par les comités réunis au niveau des superviseurs (CERMV, CSAE, CESB). Elles ont pour finalité d'éviter, dans la mesure du possible, des divergences de transposition.
- **Niveau 4 :** Le contrôle de la transposition et de la bonne application des directives et des mesures d'exécution (niveaux 1 et 2) incombe à la Commission qui s'assure que la législation adoptée est appliquée correctement et en temps voulu par les États membres.

23 *Les directives relatives au marché intérieur (dont celles concernant les services financiers) sont votées selon la procédure de codécision prévue à l'article 251 du Traité, qui repose sur le vote du Parlement européen et du Conseil. En cas de désaccord, un comité de conciliation formé par des représentants du Conseil et du Parlement européen doit aboutir à un texte accepté dans les mêmes termes par les deux institutions.*

24 *Les dénominations en anglais sont European Securities Committee (ESC) ; European Insurance and Occupational Pension Committee (EIOPC) et European Banking Committee (EBC).*

25 *Les dénominations en anglais sont les suivantes : Committee of European Securities Regulators (CESR), Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) et Committee of European Banking Supervisors (CEBS).*

1.2.2. Des dispositions législatives ou réglementaires nationales spécifiques relatives à l'investissement ou à l'épargne : quelques exemples

1.2.2.1. Le démarchage bancaire et financier et les conseillers en investissements financiers (CIF)

Tout en procédant à la transposition de la directive relative à la commercialisation des services financiers à distance, la loi de sécurité financière (LSF) du 1er août 2003 a réformé le régime applicable au démarchage bancaire et financier (étant souligné que ce démarchage en tant que tel n'est régi par aucun texte européen).

En cas de démarchage à domicile pour des produits bancaires et financiers [26], l'épargnant dispose d'un délai de rétractation de 14 jours [27] à compter de la date de conclusion du contrat (ou à compter du jour où il reçoit les conditions contractuelles et les informations requises) ; dans le cadre de ce délai, il peut se rétracter sans pénalités et sans avoir à justifier de sa décision. Cette disposition ne s'applique pas aux services de réception-transmission et d'exécution d'ordres ou à la fourniture d'instruments financiers : dans ce cas, un délai de réflexion de 48 heures court, à compter du lendemain de la remise d'un récépissé et des documents d'information. Le silence de la personne démarchée à l'issue de l'expiration du délai de réflexion ne peut être considéré comme signifiant son consentement.

Un fichier centralisé des démarcheurs bancaires et financiers a été créé. Accessible au public, il est tenu conjointement par l'Autorité des marchés financiers (AMF), le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et le Comité des entreprises d'assurance (CEA). Il permet à toute personne démarchée de vérifier que le professionnel qui l'a contactée est bien autorisé à lui proposer les produits ou services financiers présentés, et de connaître, le cas échéant, l'identité ou la dénomination sociale de la personne pour le compte de laquelle il agit.

Le statut des conseillers en investissements financiers ou CIF a également été instauré par la loi de sécurité financière de 2003. Il s'impose aux professionnels qui fournissent, à titre de profession habituelle, des services [28] qui ne recoupent que partiellement le périmètre couvert par le conseil en investissement au sens de la directive MIF. La loi entoure l'exercice de cette profession de règles et de garanties favorables aux investisseurs : elle définit qui peut exercer l'activité de CIF, les activités autorisées et interdites à ce professionnel (les services de réception et de transmission d'ordres peuvent être fournis, mais la fourniture à titre habituel de consultations juridiques et la réception de fonds de la part des clients sont prohibées), ainsi que les obligations envers les clients (lors de l'entrée en relation, avant de formuler un conseil…). Ces obligations ont été accrues en avril 2005, et impliquent le respect d'un certain nombre de règles de bonne conduite à l'égard des clients. Pour l'exercice de leur activité, les CIF doivent avoir souscrit une assurance de responsabilité civile, et adhérer à une association professionnelle inscrite sur une liste officielle tenue par l'AMF.

1.2.2.2. Le décret relatif aux associations souscriptrices de contrats d'assurance de groupe sur la vie

Le décret n° 2006-976 relatif aux associations souscriptrices de contrats d'assurance de groupe sur la vie est un autre élément du cadre juridique méritant d'être signalé. Publié le 4 août 2006, ce texte définit des règles de gouvernance applicables à partir du 16 juin 2007 aux associations souscriptrices de contrats d'assurance-vie, organismes dont les enjeux financiers et sociaux justifiaient à eux seuls la mise en place de mesures destinées à une

26 *La loi ne concerne pas les produits d'assurance, qui restent régis par les dispositions du Code des assurances.*

27 *Ce délai joue pour le contrat-cadre et non pour les opérations conclues en vertu de celui-ci. En d'autres termes, il joue pour la convention de services, mais il ne s'applique pas aux ordres de bourse passés en application de cette convention.*

28 *Les CIF sont autorisés à exercer les activités de conseil portant sur les opérations suivantes : les services d'investissement ou les instruments financiers, les opérations de banque ou les opérations connexes, les opérations sur biens divers et les opérations sur des instruments financiers.)*

meilleure transparence de leur gouvernance, et qui, dans un passé récent, ont parfois été exposés à certaines dérives. Les aspects suivants constituent des avancées :

- seule l'assemblée générale a qualité pour autoriser la signature d'avenants aux contrats d'assurance de groupe souscrits par l'association, celle-ci ne pouvant déléguer ce pouvoir au conseil d'administration, dans le cadre d'une ou plusieurs délibérations, que pour une durée maximum de dix-huit mois ;
- les administrateurs doivent être élus, ce qui n'était pas toujours le cas d'une partie d'entre eux ;
- les statuts ne peuvent plus réserver la possibilité de voter aux seuls mandataires disposant d'un nombre de voix minimum ;
- un pourcentage minimum d'adhérents, ne devant pas excéder 10 %, peut demander la convocation d'une assemblée générale extraordinaire dans les cas prévus par les statuts ;
- si les statuts le prévoient, le conseil d'administration peut décider d'allouer, dans les limites fixées par l'assemblée générale, des indemnités et avantages à ses administrateurs ;
- le conseil d'administration doit informer l'assemblée générale de toute rémunération versée par l'entreprise d'assurance à un ou plusieurs membres du conseil, et liée au montant des cotisations ou à l'encours des contrats souscrits par l'association.

1.2.2.3 Les dispositions fiscales

Diverses mesures fiscales incitatives ont été prises par le législateur français, afin de soutenir l'épargne financière des ménages. Parmi celles-ci, on peut citer :

- des règles d'imposition des revenus perçus et des plus-values réalisées ;
- des incitations fiscales pour privilégier, par exemple, les placements à long terme ;
- des enveloppes fiscales pouvant bénéficier d'exonérations ou de réduction d'impôts sous certaines conditions, comme le plan d'épargne en actions (PEA) ou le livret de développement durable (LDD). Ces avantages fiscaux sont autant de produits proposés à l'investisseur particulier. Dans la majorité des cas, ces conditions sont spécifiques à la France, mais le PEA, par exemple, a été « communautarisé » et peut désormais accueillir aussi bien des titres nationaux que des titres émanant d'autres États membres ;
- l'impôt de bourse qui a été un élément spécifique du cadre fiscal national jusqu'à une période récente. Cet impôt forfaitaire de 0,3 % prélevé à l'achat et à la vente d'actions lorsque la transaction était inférieure ou égale à 153 000 euros, et de 0,15 % au-delà, était considéré par ses détracteurs comme un impôt injuste, et défavorable pour la compétitivité de la place financière française. Sa suppression est devenue effective en 2008.

1.2.3. L'industrie a mené de nombreuses initiatives pour préciser des sujets non couverts par les textes législatifs et réglementaires

1.2.3.1. Les codes de conduite concernant la production et la distribution des fonds d'investissement

Dans le domaine des fonds d'investissement, les associations européennes et françaises ont publié plusieurs codes décrivant notamment les interactions entre producteurs et distributeurs. Ces codes doivent être appliqués par tous les membres adhérant à l'organisation professionnelle concernée.

Le code de conduite de l'European Fund and Asset Management association (EFAMA) (janvier 2006)

Ce code a été mis au point par l'association européenne de la gestion d'actifs qui regroupe les principales associations nationales du secteur. Il définit les règles applicables aux gestionnaires d'actifs :

- les informations à fournir aux investisseurs doivent être claires, exactes et non trompeuses et leur présentation doit permettre de comparer les produits ;
- les décisions doivent être prises dans l'intérêt des clients ; des dispositifs permettant d'éviter les conflits d'intérêts doivent être prévus par les établissements ; la gestion sous mandat requiert le consentement explicite de l'investisseur ; des adaptations techniques doivent être prises et sont nécessaires pour permettre la meilleure exécution possible des ordres par les gérants des fonds d'investissement ; l'obtention d'informations sur le client permet de garantir l'adéquation du conseil en investissement.

Les codes de conduite de l'Association française de la gestion financière (AFG)

L'AFG a publié plusieurs règlements ou codes de déontologie qui définissent les règles communes que s'engagent à appliquer les sociétés de gestion françaises pour préserver les intérêts des épargnants-investisseurs :

- le règlement de déontologie des OPCVM (adopté en avril 1996, modifié en avril 1997) définit un ensemble de règles relatives à la prévention et la gestion des conflits d'intérêts, à l'exercice des droits des actionnaires, aux relations avec les intermédiaires, les réseaux de distribution et les porteurs de parts. D'autres dispositions concernent le gérant de portefeuille personne physique. Il s'agit principalement de règles de comportement et d'éthique personnelle ;
- le règlement de déontologie relatif à la gestion de portefeuille individualisée (avril 1997) décrit les principes que s'engagent à respecter les gérants de portefeuille pour le compte de tiers ;
- des dispositions spécifiques s'appliquent aux gestionnaires de fonds communs de placement d'entreprises (juin 1999) ;
- d'autres dispositions concernent les relations entre les sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement (dirigeants et salariés) et les investisseurs (juin 2001).

1.2.3.2. Les codes professionnels relatifs à l'assurance

Les codes et engagements professionnels de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA)

La FFSA a publié divers engagements à caractère déontologique et codes professionnels que ses adhérents sont tenus de respecter :

- le Code de déontologie des assurances de personnes (2000) a pour objet d'organiser la qualité de la relation entre les assureurs de personnes et leurs clients, et précise différentes règles (présentation du conseiller et de l'opération au souscripteur éventuel, obtention du consentement de ce dernier, règles de conduite de l'entretien selon qu'il s'agit d'un contrat d'assurance-vie et de capitalisation ou d'un contrat d'assurance-maladie et accidents corporels...) ;
- l'engagement professionnel sur la communication des taux de rendement des supports en euros des contrats d'assurance-vie et de capitalisation (2000) a pour finalité d'améliorer la clarté et la transparence des informations lorsque les entreprises d'assurance communiquent sur le rendement des contrats dans la presse ou au travers de documents promotionnels ;

- l'engagement professionnel relatif à la commercialisation du PERP (2004) pose la règle de fourniture d'une information adaptée au souscripteur, d'une analyse préalable de sa situation, d'une obligation d'explication des mécanismes de l'enveloppe fiscale globale, et de sécurisation progressive de l'épargne et des modalités de transfert des plans ;
- l'engagement professionnel relatif à la transformation de contrats d'assurance-vie ou de capitalisation en euros en contrats ou bons en unités de compte (2005) précise les règles à suivre par le conseiller en cas de transformation du contrat. Le conseiller doit informer le souscripteur sur les caractéristiques des principales unités de compte choisies, attirer son attention sur la totalité des conséquences de la transformation, matérialiser la décision de transformation par le souscripteur et indiquer qu'il bénéficie d'un délai de rétractation de 30 jours à compter de la date de transformation ;
- d'autres engagements concernent l'utilisation des avances sur contrat (2000) pour que celles-ci gardent leur caractère exceptionnel, ou les contrats en unités de compte reposant sur des actifs dédiés fermes (1994), c'est-à-dire des actifs supports de contrats dont l'accès est réservé, de manière explicite ou implicite, à un souscripteur ou à un nombre limité de souscripteurs ou d'adhérents.

Les codes professionnels de la Fédération bancaire française (FBF)

Les entreprises bancaires adhérant à la Fédération bancaire française (FBF) ont validé les engagements à caractère déontologique adoptés par cette dernière en matière de commercialisation du Plan d'épargne retraite populaire (PERP), de transformation de contrats d'assurance-vie et de bons ou contrats de capitalisation en euros, en bons ou contrats en unités de compte comme décrit ci-dessus.

Ces différents codes sont détaillés en annexe 8.

1.2.3.3. La charte des droits de l'épargnant de la Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER)

Dans l'optique d'une meilleure défense des épargnants auprès des pouvoirs publics et des assureurs, la FAIDER a élaboré une charte de l'épargnant en 2007. Elle propose que l'information soit objective, transparente et sincère, et qu'elle ne dissimule ni les risques, ni les frais de souscription et de gestion. Elle formule également d'autres propositions :

- les droits de l'épargnant et de l'assuré sont constitutifs des droits du citoyen que la constitution et la légalité protègent en toutes circonstances ;
- l'État s'engage à faire respecter les droits démocratiques fondamentaux des épargnants qui souscrivent dans un cadre associatif ou collectif ;
- l'assurance-vie est un facteur de cohésion sociale qui permet d'organiser la solidarité entre les générations, sous une forme librement consentie ;
- les lois et règlements régissant l'assurance-vie et l'épargne doivent être clairs, simples et compréhensibles par l'ensemble des épargnants ;
- l'État doit s'engager à veiller à la stabilité des régimes juridiques et fiscaux de l'assurance-vie et de l'épargne et à ne pas imposer la rétroactivité de tout dispositif nouveau qui pourrait les concerner. Les opérations effectuées dans le cadre d'un régime fiscal déterminé ne peuvent se voir appliquer des prélèvements obligatoires ou majorés nouveaux.

2. LES OBJECTIFS DE LA DIRECTIVE MIF ET LES IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS

La directive relative aux marchés d'instruments financiers (MIF), qui prévoit que les États membres doivent avoir transposé ses dispositions à compter du 1er novembre 2007, contribue à actualiser le cadre juridique communautaire des marchés financiers. Concrètement, la directive et ses textes d'application adoptés par la Commission européenne fixent un cadre de concurrence harmonisé, qui se traduit par de nouvelles règles d'organisation des marchés d'instruments financiers et des relations rénovées entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients. Sa mise en œuvre récente invite à en évaluer les impacts pour les épargnants-investisseurs français.

2.1. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS

2.1.1. La directive MIF remplace la directive sur les services d'investissement (DSI) pour l'adapter aux profondes mutations structurelles qui se sont produites dans les marchés financiers au cours des dix dernières années

La directive MIF remplace et élargit la directive n° 93/22/CEE [29], dite DSI, qui datait de 1993. Cette directive constituait la pierre angulaire de la législation communautaire applicable aux entreprises d'investissement et aux marchés financiers (bourses…).

Elle concernait les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (passage d'ordres de bourse, gestion de portefeuille pour le compte des clients…) et définissait les règles applicables aux entreprises qui fournissaient ces services d'investissement. Ainsi, elle précisait les conditions dans lesquelles les entreprises qui fournissent des services d'investissement pouvaient accéder à cette activité et exercer sur le territoire communautaire. Ces entreprises soumises à l'agrément de leur État membre d'origine pour une liste de services d'investissement définie, étaient autorisés à exercer, sur la base du « passeport européen », dans d'autres États membres, en libre établissement ou en libre prestation des services [30], sans formalités nouvelles. À cet effet, la directive prévoyait que les entreprises originaires d'autres États membres aient accès aux infrastructures de marché (bourses…) dans l'État membre d'accueil pour permettre l'exécution des ordres.

La modification de ce cadre a été rendue nécessaire pour tenir compte des mutations structurelles survenues sur les marchés financiers dans l'Union européenne, et qui n'étaient pas ou pas suffisamment prises en compte dans la DSI. Parmi celles-ci, on peut citer :

- la participation croissante des petits investisseurs aux marchés financiers où leur est proposé un éventail élargi de services (conseil, analyse financière…) et d'instruments (dérivés, notes, certificats [31], warrants [32]…), dont la complexité s'est également accrue ;
- la croissance des opérations transfrontières en actions (+ 20 à + 25 % par an entre 1996 et 2001, période précédant le lancement des travaux de préparation de la directive MIF) ;
- l'intensification des liens entre les marchés financiers nationaux, ce qui a mis en évidence les insuffisances de la directive de 1993 pour assurer une protection satisfaisante des investisseurs et garantir l'efficience du marché dans son ensemble. Il est ainsi apparu nécessaire de moderniser la DSI et de mettre en place un cadre juridique élargi, embrassant un ensemble plus vaste d'instruments financiers, de services et activités d'investissement, négociables sur un nombre élargi de lieux

29 *Voir Journal officiel des Communautés européennes (JOCE) L141 du 11.6.93.*

30 *Selon la directive dite DSI, les États membres devaient veiller à ce que les services d'investissement et les autres services énumérés à la section C de l'annexe puissent être exercés sur leur territoire, tant par la création d'une succursale que par voie de prestation de services, par toute entreprise d'investissement agréée et contrôlée par les autorités compétentes d'un autre État membre, sous réserve que ces services soient couverts par l'agrément.*

31 *Les certificats sont des valeurs cotées en continu en bourse, généralement d'une durée limitée, investies sur des supports financiers variés : indices boursiers, actions, paniers de valeurs, etc.*

32 *Les warrants sont des valeurs qui confèrent à leurs titulaires, pour une période donnée, le droit d'acheter ou de vendre un actif financier à un prix déterminé à l'avance.*

d'exécution. Ce cadre devait continuer de permettre aux entreprises d'investissement de proposer leurs services et activités sur tout le territoire communautaire sur la base de l'agrément (et de la surveillance) de leur État membre d'origine, et de supprimer les obstacles aux transactions transfrontières, tout en offrant un niveau de protection accru aux investisseurs.

2.1.2. La directive MIF vise à accroître la concurrence dans la fourniture de services d'investissement sur le marché communautaire

Le nouveau cadre, qui constitue un élément important du Plan d'action pour les services financiers (PASF), obéit aux principes de la procédure Lamfalussy (cf. *supra*). Il est constitué de deux directives cadres [33], complétées d'un règlement et d'une directive d'exécution [34]. La directive MIF et ses textes d'exécution prévoient des règles d'harmonisation maximale pour l'essentiel de leurs dispositions [35].

2.1.2.1. Une gamme élargie de services d'investissement et services connexes portant sur un nombre croissant d'instruments financiers

L'objectif principal de la directive MIF est de libéraliser la fourniture de services d'investissement (réception et transmission d'ordres de bourse, exécution d'ordres au nom de clients ou pour compte propre, gestion de portefeuille…) portant sur des instruments financiers (actions, obligations, parts d'OPCVM…), tout en favorisant leur fourniture sur un plan transfrontalier pour aboutir à une meilleure intégration du marché intérieur des services financiers.

Afin de répondre aux nouvelles réalités de marché, des listes plus étendues d'instruments financiers, de services et activités d'investissements (activités connexes) sont régies par ce texte :

- la liste des transactions réalisées par des prestataires de services d'investissement au titre de la directive MIF reprend la liste des instruments financiers couverts par la DSI (valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts d'organismes de placement collectif), mais l'étend aux contrats de dérivés sur les matières premières et aux autres instruments dérivés spécialisés (dérivés climatiques…) ;
- la liste des services et activités d'investissement pouvant bénéficier du passeport européen est étendue pour inclure le conseil en investissement (voir l'encadré ci-après) ;
- la nouvelle liste des services connexes visés par la directive (voir l'encadré à la page suivante) inclut désormais les services de recherche en investissements et l'analyse financière, ainsi que toute forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers.

---

33 *Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 (Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) L.145 du 30.04.2004) concernant les marchés d'instruments financiers et directive 2006/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 avril 2006 concernant les marchés financiers en ce qui concerne certaines échéances (JOUE L.114 du 27.04.2006).*

34 *Règlement (CE) n°1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 et directive 2006/73/CE de la Commission (JOUE L.241 du 2.09.2006).*

35 *En particulier, les dispositions de la directive 2006/73/CE relatives aux règles de conduite vis-à-vis des clients lors de la commercialisation des instruments financiers ou relatives à la meilleure exécution des ordres doivent faire l'objet d'une transposition fidèle dans tous les États membres. L'article 4 de cette même directive (dite MIF2) prévoit que « les États membres ne peuvent conserver ou imposer des obligations supplémentaires par rapport aux exigences de la présente directive que dans les cas exceptionnels où ces obligations sont objectivement justifiées et proportionnées eu égard à la nécessité de traiter certains risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui ne sont pas dûment pris en compte par la présente directive, et sous réserve que l'une des conditions suivantes soit remplie :*

« a) les risques spécifiques visés par ces obligations revêtent une importance particulière dans la structure de marché propre à l'État membre concerné ;

« b) ces obligations visent des risques ou des problèmes dont l'apparition ou la manifestation évidente sont postérieures à l'entrée en application de la présente directive et qui ne sont pas couverts par d'autres dispositions communautaires ou en vertu de celles-ci».

Services et activités d'investissement

1. Réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers.
2. Exécution d'ordres au nom de clients.
3. Négociation pour compte propre.
4. Gestion de portefeuille.
5. Conseil en investissement.
6. Prise ferme d'instruments financiers et/ou placement d'instruments financiers avec engagement ferme.
7. Placement d'instruments financiers sans engagement ferme.
8. Exploitation d'un système multilatéral de négociation (MTF).

Services connexes

1. Conservation et administration d'instruments financiers pour le compte de clients, y compris la garde et les services connexes, comme la gestion de trésorerie / de garanties.
2. Octroi d'un crédit ou d'un prêt à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments financiers, dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt.
3. Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes; conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises.
4. Services de change lorsque ces services sont liés à la fourniture de services d'investissement.
5. Recherche en investissements et analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers.
6. Services liés à la prise ferme.
7. Services et activités d'investissement, de même que les services auxiliaires concernant le marché sous-jacent des instruments dérivés, lorsqu'ils sont liés à la prestation de services d'investissement ou de services connexes.

2.1.2.2. La suppression de la concentration des ordres sur les marchés réglementés ou la mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres

L'option de concentrer ou non les ordres de négociation des clients (achat, vente…) portant sur des instruments financiers sur un marché réglementé (bourse) était laissée aux États membres par la DSI. Cette option fut exercée par la France. De ce fait, les intermédiaires (prestataires de services d'investissement, c'est-à-dire les banques ou les sociétés de gestion, les entreprises d'investissement) exerçant leur activité en France et agissant pour le compte de clients français, devaient obligatoirement réaliser leurs transactions sur des titres cotés sur un marché réglementé (Eurolist, marché géré par Euronext [36]). Le fondement était que la concentration des ordres en un même lieu de négociation favorise l'efficience du processus de formation des prix.

La directive MIF supprime le principe de la concentration des ordres sur les marchés réglementés. Désormais, depuis le 1er novembre 2007, les prestataires de services d'investissement français peuvent exécuter les ordres directement ou les faire exécuter sur le lieu le plus favorable aux intérêts de leurs clients.

La directive MIF reconnaît deux autres modes [37] alternatifs pour la négociation des titres, qui sont mis en concurrence avec les marchés réglementés :

36 *L'entreprise de marché Euronext est devenue NYSE Euronext, en avril 2007, à la suite du rapprochement de NYSE Group Inc. et Euronext N.V.*

37 *Il convient de noter que les opérations réalisées de gré à gré (échange direct de titres entre détenteurs sans passer par un marché réglementé ou un MTF) constituent une modalité supplémentaire d'exécution des ordres. Sans être réglementées par la directive MIF, les opérations de gré à gré doivent toutefois être effectuées dans le respect de certaines règles posées par la directive (notamment les règles de conduite avec les clients et les obligations de transparence).*

- les systèmes multilatéraux de négociation (« *multilateral trading facilities* » ou MTF en anglais) qui sont des marchés organisés, mis en place et gérés par des entreprises de marché (par exemple Alternext, système qui se concentre sur les transactions relatives aux valeurs moyennes) ou par des prestataires de services d'investissement, et qui, à la différence des marchés réglementés, ne sont pas soumis à des règles d'organisation strictes ;
- les internalisateurs systématiques qui sont des prestataires de services d'investissement qui assurent eux-mêmes, dans certaines conditions, de façon « organisée, fréquente et systématique », l'exécution d'ordres d'achat de valeurs pour leurs clientèles, sans les acheminer sur un marché réglementé ou un MTF, mais en se portant directement contrepartie.

2.1.2.3. Des règles de transparence pré et post-négociation renforcées

Dans un marché potentiellement plus fragmenté que par le passé (comme indiqué supra, actuellement, le marché réglementé est le point central de définition des prix), la garantie de visibilité du prix des instruments financiers cotés échangés est essentielle. Le bon fonctionnement des marchés financiers repose, en effet, sur la transparence entre les différents lieux d'exécution en termes de prix des instruments financiers.

La directive prévoit, pour assurer une concurrence équitable et une protection adaptée des investisseurs non professionnels, qu'il est nécessaire que les épargnants-investisseurs et les prestataires de services d'investissement soient informés des prix et soient en mesure de les comparer. À cet effet, elle impose aux systèmes de négociation électroniques (marchés réglementés, MTF…) de publier leurs prix.

La transparence s'applique dans des conditions équivalentes aux marchés réglementés et aux gestionnaires de MTF qui doivent assurer :

- une transparence des prix avant négociation, avec la publication des prix à l'achat et à la vente des valeurs admises à la négociation, ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix, selon des modalités adaptées à l'opérateur concerné ; ces informations doivent être mises à la disposition du public à des conditions commerciales raisonnables et en continu, pendant les heures de négociation normales ;
- une transparence des prix après négociation, avec la publication du prix, du volume et de l'heure des transactions exécutées. Ces informations doivent être mises à disposition du public à des conditions commerciales raisonnables et, dans la mesure du possible, en temps réel ;
- la déclaration, par le prestataire de services d'investissement, du détail des transactions au régulateur (l'AMF en France), le plus rapidement possible et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant, avec l'indication, en particulier, du nom, du numéro et du nombre des instruments achetés et vendus, de la date et l'heure de l'exécution, du prix de la transaction et du moyen d'identifier le prestataire de services d'investissement concerné.

2.1.3. La directive MIF offre aux épargnants-investisseurs un haut degré de protection

2.1.3.1. La catégorisation des clientèles

Afin de permettre un degré de protection élevé des épargnants-investisseurs les moins avertis, la directive impose de mieux connaître leurs clientèles. À cet effet, les prestataires de services d'investissement sont tenus de mettre en place des politiques et des procédures internes appropriées, écrites, permettant de classer leurs clients dans l'une des trois catégories suivantes : les clients professionnels, les clients non professionnels (clients particuliers ou de détail) et les contreparties éligibles.

Classification des clientèles dans trois catégories

LES CLIENTS PROFESSIONNELS

Cette catégorie doit être comprise comme regroupant les **professionnels des services financiers**, et peut être rapprochée de la notion d' « investisseurs qualifiés » employée dans la directive Prospectus.

La directive en donne une liste indicative. Il s'agit notamment **des entreprises d'investissement**, **des établissements de crédit, des entreprises d'assurance, des OPCVM et de leurs sociétés de gestion, des fonds de retraite, et des grandes entreprises** dès lors qu'elles réunissent deux des trois critères suivants : total du bilan de 20 millions d'euros, chiffre d'affaires net de 40 millions d'euros et capitaux propres de 2 millions d'euros.

Il convient de noter qu'un client classé dans cette catégorie peut demander à être traité comme un client non professionnel s'il estime ne pas être en mesure d'évaluer ou de gérer correctement les risques auxquels il est amené à s'exposer.

LES CLIENTS NON PROFESSIONNELS

Les clients particuliers (ou de détail) sont définis par défaut comme des clients non professionnels.

La directive prévoit la possibilité pour ces clients de renoncer à leur protection et d'être traités comme des clients professionnels. Pour cela, le client devra en faire la demande par écrit, soit à tout moment, soit ponctuellement pour un service ou un type de transaction. Le changement de catégorie est effectué si l'évaluation de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client conduite par le prestataire de services d'investissement procure à ce dernier l'assurance raisonnable que le client est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissement et d'en comprendre les risques. Pour être classé dans la catégorie « *client professionnel* », l'évaluation doit mettre en évidence la présence de deux des trois critères suivants :

- le client a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des douze derniers mois sur le marché concerné ;
- la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client (y compris ses dépôts bancaires) excède 500 000 euros ;
- le client occupe depuis au moins un an (ou a occupé pendant au moins un an) une position professionnelle dans le secteur financier, requérant une connaissance des transactions ou services envisagés.

LES CONTREPARTIES ELIGIBLES

Les contreparties éligibles (ce que sont généralement les internalisateurs systématiques) ne sont pas considérées comme des clients, mais comme des entités susceptibles de traiter d'égal à égal avec les prestataires de services d'investissement.

Les prestataires de services d'investissement sont tenus d'informer leurs clients de la catégorie dans laquelle ces derniers ont été classés, mais aussi lorsqu'ils changent de catégorie.

Les prestataires les informent également de la possibilité de demander une catégorie différente (à laquelle il sera procédé sous réserve qu'ils satisfassent aux conditions décrites dans l'encadré ci-dessus), et des conséquences légales que ce changement suppose, c'est-à-dire du degré plus ou moins élevé de protection que ce classement suppose.

On peut penser que l'immense majorité des épargnants individuels français sera considérée comme se rattachant à la classe des « clients non professionnels ». L'étude qui suit se concentre donc sur les règles applicables à cette catégorie de clientèle.

2.1.3.2. Des règles de conduite renforcées à l'égard des clients

Des règles de conduite, créatrices de droits renforcés pour les épargnants-investisseurs, sont énoncées par la directive MIF :

Agir de manière honnête, loyale et professionnelle et fournir une information claire, correcte et non trompeuse

Les prestataires de services d'investissement ont l'obligation d'agir au mieux des intérêts de la clientèle, quel que soit le service fourni (principe de bonne conduite).

Lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes, ils doivent agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle. Ils doivent veiller à ce que l'information communiquée au client, y compris à caractère promotionnel, quels qu'en soient la forme ou le support, soit correcte, claire et non trompeuse. Les communications à caractère promotionnel adressées aux clients non professionnels doivent être identifiables en tant que telles. L'information doit remplir les exigences suivantes :

- elle doit être exacte et se garder de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service ou d'un instrument financier, sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants ;
- elle doit être suffisante, c'est-à-dire être communiquée sous une forme compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie auquel elle s'adresse ;
- elle doit s'abstenir de travestir, minimiser ou occulter des éléments, déclarations ou avertissements importants.

Fournir des informations appropriées de manière compréhensible

De manière générale, lors de la fourniture d'un service ou d'un instrument financier, le prestataire de services d'investissement est tenu d'indiquer au client de détail (ou au client de détail potentiel) un certain nombre d'informations, de manière compréhensible (voir encadré), pour lui permettre raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement proposé et les risques liés, et être en mesure de prendre sa décision d'investissement en connaissance de cause.

Informations à fournir avant toute prestation de services

Le prestataire de services d'investissement doit fournir, en temps utile, **sur un support durable**, avant la prestation de services d'investissement les informations suivantes :

- le nom du prestataire et ses services d'investissement ;
- les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposées (incluant les orientations et les mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement dans ces instruments ou stratégies) ;
- s'il y a lieu, les systèmes d'exécution, les coûts et les frais exposés : prix à payer par le client y compris les frais, commissions et taxes payables par l'intermédiaire du prestataire de services d'investissement ou, si le prix ne peut pas être indiqué, la base de calcul afin de permettre la vérification du prix total par le client ;
- s'il y a lieu, les devises, taux et frais de change ; la mention d'autres coûts non payés par l'intermédiaire du prestataire ; les modalités de paiement.

Évaluer les clientèles avant de fournir des services : le test d'adéquation du service et le test du caractère approprié

- **L'évaluation de l'adéquation du service pour fournir un conseil en investissement et gérer un portefeuille pour le compte du client**

Avant de fournir un conseil en investissement ou de gérer un portefeuille pour le compte d'un client, le prestataire de services d'investissement est tenu de procéder à ***un test d'adéquation.***

Comme indiqué *supra* (point 2.1.2.), le conseil en investissement est un service d'investissement. La directive MIF précise que « *le conseil en investissement constitue en la fourniture d'une recommandation personnalisée à un client, à sa demande ou à l'initiative de l'entreprise d'investissement, relative à une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* ».

Interrogée sur ce qu'il convient d'entendre par les mots « conseil en investissement », « recommandation» et « recommandation personnalisée », l'AMF a apporté des éléments de définition [38] :

38 *Voir la communication de l'AMF en date du 7 novembre 2007 sur le site www.amf-france.org*

- Le conseil en investissement est défini comme la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative du prestataire de services d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers.
- La recommandation est une préconisation portant sur la réalisation d'une opération relevant des catégories suivantes : (i) l'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement ou la détention d'un instrument financier ; (ii) l'exercice ou le non-exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier. La recommandation peut être explicite ou résulter de l'émission d'un avis, d'une opinion ou d'un jugement de valeur sur l'opportunité d'acheter, de souscrire ou de vendre un instrument financier particulier, ou d'exercer les droits y afférents.
- Par recommandation personnalisée**,** il faut entendre une recommandation qui s'adresse à une personne en raison de sa qualité d'investisseur. Elle se présente comme adaptée à cet investisseur ou est fondée sur l'examen de sa situation propre, et recommande la réalisation d'une opération sur instruments financiers relevant des catégories suivantes : (i) l'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la détention ou la prise ferme d'un instrument financier ; (ii) l'exercice ou le non-exercice du droit conféré par un instrument financier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier. À cet égard, l'AMF rappelle que la recommandation personnalisée ne saurait se fonder sur les seules qualités intrinsèques du produit.

Il y a lieu d'insister sur la nécessaire distinction entre *la recommandation personnalisée*, constitutive du conseil en investissement, et *la recommandation à caractère général* concernant des instruments financiers, qui est diffusée par des canaux de distribution [39] ou destinée au public, et qui ne constitue pas un conseil en investissement. Entrent dans cette catégorie les recommandations à caractère général, diffusées de manière impersonnelle dans un journal, un magazine ou toute autre publication destinée au grand public (y compris sur Internet), ou dans le cadre d'une émission de télévision ou de radio.

Au total, ***si l'échange du client avec le prestataire de services d'investissement ne débouche pas sur une recommandation personnalisée concernant un instrument financier déterminé, il ne s'agit pas d'un service de conseil en investissement, mais d'une information***.

Exemples de situations qui ne sont pas des recommandations personnalisées

- Diffuser ou mettre à disposition des recommandations à caractère général, de manière impersonnelle, dans un journal, un magazine ou toute autre publication destinée au grand public y compris sur Internet, ou dans le cadre d'une émission de télévision ou de radio.
- À la suite d'une demande du client, communiquer des informations, et en particulier :
  - Le renseigner sur la façon de remplir un formulaire ;
  - communiquer des informations publiées par des sociétés ou des annonces ;
  - se borner à expliquer les risques et avantages d'un ou plusieurs instruments financiers déterminés ;
  - produire des tableaux de classement des performances d'instruments financiers par rapport à des indicateurs de référence publiés.
- À la suite d'une demande du client, fournir le résultat d'une recherche en investissements, d'une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant des transactions sur instruments financiers.
- Fournir un conseil général sur un type d'instruments financiers.

Source : Autorité des marchés financiers (AMF)

39 *Constitue un « canal de distribution » tout mode de diffusion par lequel l'information est mise à la disposition du public, du fait qu'un grand nombre de personnes y ont accès (communication de l'AMF en date du 7 novembre 2007).*

Le service de conseil en investissement, recommandation personnalisée, concerne donc la réponse à une diversité de questions. Il peut intervenir à la suite d'une observation générale, par exemple, « *je viens d'hériter d'une somme d'argent* » ou *« je viens d'avoir une prime que je souhaiterais placer », « je voudrais m'assurer que mon épargne est placée sur des produits qui rapportent suffisamment ».* Il peut aussi résulter d'une demande précise, comme *« sur quelles actions ou sur quels produits clairement identifiés puis-je investir quelques milliers d'euros ? »*.

Comme indiqué supra, le prestataire est tenu, dans ce cas, à procéder à un test d'adéquation pour émettre sa recommandation personnalisée. Le test d'adéquation doit reposer sur la prise en compte de plusieurs éléments d'informations fournis impérativement par le client**.** De manière à pouvoir recommander les instruments financiers qui conviennent, le prestataire de services d'investissement est tenu de se procurer des informations portant sur les points suivants:

- ses connaissances et son expérience en matière d'investissement (types de services, transactions et instruments qui lui sont familiers ; nature, volume et fréquence des transactions sur instruments financiers réalisées…),
- sa situation financière (revenus réguliers, actifs possédés, engagements financiers réguliers …),
- ses objectifs d'investissement (durée de placement souhaitée, degré d'aversion au risque, but de l'investissement….).

Il convient de souligner que ***si le prestataire de services d'investissement n'obtient pas les informations requises, il est tenu de s'abstenir de*** recommander un instrument financier particulier ou de fournir le service de gestion de portefeuille.

- **L'évaluation du caractère approprié du service pour la fourniture des autres services rendus à l'investisseur : services de réception, de transmission et d'exécution d'ordres**

Lorsqu'il fournit un service autre que le conseil en investissement et la gestion de portefeuille (voir tableau sous le point 2.1.2.1.), la directive prévoit que le prestataire de services d'investissement procède ***au test du caractère approprié***.

Il s'agit principalement de situations où le client souhaite passer un ordre qui ne relève pas de l'exécution d'ordres simples décrite ci-dessous. Dans ce cas, les obligations à la charge du prestataire de services d'investissement sont moindres que dans le test d'adéquation déjà décrit. Ce dernier doit s'enquérir seulement de l'expérience et des connaissances du client en matière d'investissement pour vérifier que le produit envisagé lui convient.

Si le client ne donne pas les informations demandées, ou si celles-ci sont insuffisantes ou montrent l'inadaptation du produit ou du service au client, le prestataire de services d'investissement doit mettre en garde ce dernier, préalablement à la fourniture du service.

- **L'exécution des ordres simples**

« *Je veux acheter l'OPCVM X* » ou « *je veux vendre mes actions de la société Y* ». Par dérogation à ce qui vient d'être exposé, des obligations simplifiées s'appliquent lorsque, à la seule initiative du client, un prestataire de services d'investissement est sollicité pour fournir un service de réception et de transmission d'ordre, ou pour exécuter un ordre pour le compte du client.

Le prestataire exécutera le service sans avoir à vérifier son caractère approprié à l'expérience ou aux connaissances du client si les trois conditions suivantes sont remplies :

- Le service est fourni à l'initiative du client.

  Il importe de noter qu'un service de réception, de transmission et d'exécution d'ordres peut être considéré comme fourni à l'initiative du client, même si celui-ci en fait la

demande, ***à la suite d'une quelconque communication*** contenant une promotion ou une offre portant sur des instruments financiers, faite par tout moyen, et qui, par sa nature même, a un caractère général et s'adresse à un public ou à un groupe ou à une catégorie plus large de clients.

En revanche, le service de réception, transmission et exécution d'ordre ne peut ***pas*** être considéré comme fourni à l'initiative du client, mais ***à l'initiative de l'établissement***, lorsque l'ordre a été passé à la suite d'une communication personnalisée transmise par le prestataire de services d'investissement à son client, et qui l'invite à s'intéresser à un instrument ou à une transaction. Dans ce dernier cas, l'ordre est le résultat d'une recommandation personnalisée, constitutive d'un service de conseil en investissement.

- Le service concerne des instruments financiers non complexes [40], par exemple une action cotée sur un marché réglementé ou une part d'OPCVM coordonné.
- Le client a été clairement informé au préalable, par le prestataire de services d'investissement, de ce que ce dernier n'est pas tenu d'évaluer si l'instrument financier ou le service est adapté au client et donc, qu'il y a absence de protection.

Types de services	Types de tests et éléments pris en compte	Action en cas de non-fourniture de l'information
Conseil en investissement **Gestion de portefeuille** pour le compte d'un client	**TEST D'ADÉQUATION** fondé sur : – l'expérience et les connaissances du client en matière d'investissement, – sa situation financière, – ses objectifs de placement.	Si le client ne fournit pas les informations, **PAS DE SERVICE**
Autres services d'investissement (1) – **réception d'ordres,** – **transmission d'ordres,** – **exécution d'ordres.**	**TEST DU CARACTÈRE APPROPRIE** fondé sur : – l'expérience du client, – ses connaissances en matière d'investissement. **PAS DE TEST DU CARACTÈRE APPROPRIE** si : – l'ordre est passé à l'initiative du client, – l'ordre porte sur un instrument non complexe (action, OPCVM coordonné), – le client est informé au préalable que le prestataire de services d'investissement n'est pas tenu d'évaluer si l'instrument fourni est adapté au client.	Si le client ne fournit pas les informations, ou si les informations sont insuffisantes **MISE EN GARDE DU CLIENT** **MISE EN GARDE DU CLIENT**
(1) *Autres services d'investissement qui ne s'accompagnent pas de conseil en investissement*		

Exécuter les ordres au mieux des intérêts des clients (« best execution»)

Cette règle oblige le prestataire de services d'investissement à prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour son client. La meilleure exécution se mesure par la prise en compte d'un ensemble de paramètres qui incluent, en particulier, le prix de l'instrument financier, le coût, la rapidité, la probabilité de l'exécution et du règlement, la taille ou la nature de l'ordre.

Pour cela, la directive fait obligation aux prestataires de services d'investissement d'établir par écrit une politique d'exécution des ordres**,** décrivant, pour chaque catégorie d'instrument financier, la manière dont ils entendent exécuter les ordres des clients,

40 *L'article 314-57 du règlement général de l'AMF énonce la liste des instruments financiers non complexes. A contrario, sont considérés comme des produits complexes, l'achat ou la vente de produits dérivés, d'options, de parts de fonds de gestion alternative, de FCPI, de FCPR, d' OPCVM non coordonnés, etc.*

mentionnant les lieux d'exécution sélectionnés et les facteurs influençant le choix du lieu d'exécution.

La politique d'exécution des ordres doit être portée à la connaissance du client, sur un support durable (ou publiée sur un site Internet), et le prestataire de services d'investissement doit obtenir l'acceptation préalable de cette politique par son client. Le consentement peut être obtenu par tout moyen : acceptation tacite ou expresse, sous la forme d'un accord général ou pour des transactions déterminées.

Toutefois, quand un client adresse à son prestataire une instruction spécifique, celui-ci est tenu d'exécuter l'ordre selon les conditions particulières demandées. Le client peut ainsi définir quels facteurs il juge importants pour l'exécution de ses ordres, ou demander à son prestataire de ne les exécuter que sur l'infrastructure de son choix.

Il convient de souligner que si les ordres sont exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (MTF), l'accord préalable du client est requis.

En respectant les instructions spécifiques données par le client concernant son ordre ou un aspect précis de son ordre, le prestataire de services d'investissement s'acquitte de son obligation de meilleure exécution. Il convient de souligner que l'obligation de meilleure exécution des ordres est une obligation de moyens ; elle se limite au champ défini par ladite politique.

L'obligation de meilleure exécution possible

Pour les clients de détail, le **coût total** est un élément essentiel de la prestation : la meilleure exécution correspond au résultat le plus favorable, après prise en considération d'un **ensemble de critères**, dont le prix de l'instrument financier et les coûts associés à l'exécution de l'ordre.

Cela signifie que, toutes choses étant égales par ailleurs, si le lieu d'exécution **A** offre l'instrument financier demandé à 100 euros avec des frais d'exécution (commissions de change, de règlement, etc.) de 5 euros, soit un montant total de 105 euros, et si le lieu d'exécution **B** offre le même instrument à 102 euros majoré des frais d'exécution de 2 euros, l'entreprise d'investissement devra confier au lieu d'exécution **B** le soin d'exécuter l'ordre d'achat de cet instrument financier passé par le client, puisque le montant total facturé en **B** (104 euros) permet d'obtenir un meilleur résultat pour le client.

Pour la gestion de portefeuille et la réception et la transmission d'ordres, l'obligation du prestataire de services d'investissement consiste en une ***« meilleure sélection des intermédiaires »*** qui seront chargés d'exécuter l'ordre pour se conformer à l'obligation d'agir au mieux des intérêts des clients.

La gestion des conflits d'intérêts

« Comment m'assurer que l'ordre sera exécuté avec rapidité et précision, dans mon intérêt, et que le prestataire de services d'investissement ne traitera pas en priorité les ordres plus importants d'autres clients ou des ordres qu'il exécute pour son propre compte ? ». « Mon professionnel agit-il en totale indépendance lorsqu'il me recommande un type d'instruments financiers ? »

Pour éviter ce type de biais, la directive prévoit que chaque prestataire de services d'investissement est tenu de mettre en place une politique spécifique, par écrit, pour détecter les situations de conflits d'intérêts lors de la prestation de services d'investissement.

Cette politique doit identifier les situations susceptibles de conduire à des conflits d'intérêts possibles, soit entre les différentes entités de ce prestataire ou liées à ce même prestataire, d'une part, et ses clients, d'autre part, soit entre deux de ses clients. Elle doit également définir les procédures organisationnelles et les mesures à suivre en vue de garantir l'exécution rapide et équitable des ordres des clients en cas de survenance d'un conflit d'intérêts.

La directive prévoit en outre que lorsque les procédures mises en œuvre par le prestataire de services d'investissement ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts du client sera évité, le prestataire de services d'investissement est tenu d'informer clairement le client du type de conflit et de sa source.

Le prestataire de services d'investissement doit tenir à jour et actualiser régulièrement un registre consignant les types de services d'investissement exercés pour lesquels un conflit d'intérêts est survenu ou (dans le cas d'un service en cours) est susceptible de se produire.

Rendre compte de la fourniture du service et conserver trace des opérations

- **L'envoi de comptes rendus d'opérations**

Le prestataire de services d'investissement est tenu de rendre compte à son client des services qu'il a fournis, par la remise de divers documents, selon des périodicités variables. Ces comptes rendus mentionnent, s'il y a lieu, les coûts liés aux transactions ou aux services fournis.

– Pour les ***services de réception, de transmission et d'exécution d'ordres***, le prestataire remet à son client un « avis d'opéré », dès que possible, et, au plus tard, au cours du premier jour ouvrable qui suit l'exécution de l'opération. Cet avis comporte des informations détaillées (voir l'encadré qui suit).

Avis d'exécution d'opération de réception-transmission d'ordres et d'exécution d'ordres

Le compte rendu doit indiquer les éléments d'information suivants :

1. Le nom du prestataire d'investissement
2. Le nom du client
3. La journée de négociation
4. L'heure de négociation
5. Le type d'ordre
6. Le lieu d'exécution
7. L'identification de l'instrument financier
8. L'indicateur d'achat/vente
9. La nature de l'ordre s'il ne s'agit pas d'achat ou de vente
10. Le volume
11. Le prix unitaire
12. Le prix total
13. Le montant total des commissions et frais facturés (et, à la demande du client, leur ventilation par poste)
14. Les responsabilités incombant au client pour le règlement de la transaction (délai et compte bancaire à servir)
15. Le cas échéant, la mention que la contrepartie était le prestataire de services d'investissement

– Pour ***les services de gestion de portefeuille***, le prestataire est tenu de fournir :

➢ un relevé tous les semestres, ou, si le client le demande, chaque trimestre. Si le client a demandé à recevoir un relevé d'opéré après chaque transaction, un relevé périodique lui est communiqué au moins tous les ans ;

➢ un relevé annuel des actifs qu'il détient pour le compte du client. Ce relevé comporte notamment des éléments sur les instruments financiers détenus jusqu'à la fin de la période, les cessions temporaires de titres et les avantages échéant au client du fait de sa participation à la cession temporaire de titres.

- **L'obligation de conservation des transactions exécutées**

La directive MIF prévoit l'obligation pour le prestataire de services d'investissement de conserver une trace des opérations qu'il a effectuées pendant une durée minimale de cinq ans. En outre, elle impose la conservation des conventions de services passées entre le prestataire de services d'investissement et le client au minimum pendant toute la durée de la relation avec le client.

2.2. IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS DE LA MISE EN PLACE DE LA DIRECTIVE MIF

2.2.1. La suppression de l'option relative à la concentration des ordres pourrait ne pas avoir d'impact substantiel important pour les clients particuliers dans un premier temps

Comme indiqué au point 2.1.2, l'abandon du principe de concentration des ordres sur les marchés réglementés devrait favoriser l'émergence de nouveaux lieux d'exécution des ordres, concurrents des bourses traditionnelles, notamment les systèmes multilatéraux de négociation (MTF).

Plusieurs plates-formes électroniques de négociation ont été récemment crées ou sont en cours de développement. Ces initiatives ont été menées par des entreprises d'investissement ou par des établissements de crédit ou par des entreprises de marché. Parmi celles-ci, on peut mentionner la plate-forme Chi-X développée par Instinet Incorporated (fournisseur de solutions pour les prestataires de services d'investissement) et agréée par la Financial Security Authority (FSA). On peut aussi citer le projet Turquoise, développé par sept banques d'investissement anglo-saxonnes, auquel participent également BNP Paribas et la Société générale, et qui vise à créer un lieu d'exécution destiné en priorité aux marchés de gros (cette plate-forme devrait être opérationnelle au second semestre 2008). Ces plateformes sont conçues en priorité pour la clientèle professionnelle, investisseurs institutionnels et fonds d'investissement.

Selon les établissements financiers interrogés, les ordres des clients particuliers devraient continuer, dans un premier temps, à transiter par les marchés réglementés dans leur très grande majorité. Les mesures de transparence et de meilleure exécution prévues par la directive MIF n'auront que peu d'effets nouveaux pour ces clients, car, sur ces marchés, la transparence pré et post-négociation est déjà en place et la meilleure exécution y est obtenue de fait puisqu'il n'existe qu'un canal unique de négociation. Les investisseurs seront cependant informés de la politique d'exécution des ordres mise en place par leur prestataire de services d'investissement, et de la politique de gestion des conflits d'intérêts, comme le prévoit la directive MIF.

De l'avis de certains, il est possible cependant que la mise en concurrence entre les lieux d'exécution et que les mesures de transparence pré et post-négociation aient un impact positif sur les coûts d'exécution des transactions pour l'ensemble des investisseurs, ou que les offres développées pour les clients institutionnels puissent bénéficier, au moins indirectement, aux clients particuliers. La baisse de coûts de transactions qui en résulterait et dont pourraient profiter alors les clients particuliers, serait le signe d'un fonctionnement globalement plus efficace des marchés.

Certains représentants des épargnants craignent toutefois que cette plus grande fragmentation des marchés (qui se traduit par une plus grande dispersion des titres à la négociation du fait de la multiplication des lieux d'exécution des ordres) n'ait des incidences négatives sur la liquidité du marché (c'est-à--dire la capacité pour l'investisseur, vendeur ou acheteur, à trouver facilement une contrepartie pour l'ordre passé) et, plus largement, sur la qualité et le coût de l'exécution des ordres.

Il est donc important que les clients non professionnels soient bien informés de la politique d'exécution des ordres établie par leur prestataire de services

d'investissement, et que le document contenant cette information soit rédigé de manière claire et compréhensible. Ce document doit contenir les informations appropriées pour permettre aux clients de prendre leurs décisions en matière d'orientation des ordres.

2.2.2. L'émergence d'une offre de services d'investissement structurée et compétitive sur l'ensemble du territoire communautaire sera favorable aux épargnants-investisseurs français

La libre prestation des services d'investissement (dès lors qu'un agrément aura été obtenu dans un État membre par le prestataire de services d'investissement) devrait permettre de renforcer la concurrence sur le marché français, à moyen et long terme. L'exercice du passeport européen devrait donc favoriser l'émergence d'offres de services concurrentes et variées, voire une segmentation de l'offre de services d'investissement.

Le conseil en investissement est le segment qui devrait bénéficier le plus de la directive MIF, dans un environnement marqué par la prise de conscience du besoin d'épargne à long terme. La France est, à cet égard, en retard par rapport à d'autres États membres. Le conseil en investissement proposé par des conseillers indépendants ou liés à des banques est plus développé dans certains pays européens comme le Royaume-Uni ou l'Italie. En outre, la directive MIF a mis en évidence que le conseil en investissement est un service créateur de valeur ajoutée, facturable aux clients. Il est donc légitime de penser que la reconnaissance du conseil en investissement en tant que service à part entière par la directive MIF va inciter les prestataires de services d'investissement français à développer ce type de service de conseil, en tant qu'offre commerciale à part entière.

Un impact positif devrait être constaté également sur les services de réception-transmission d'ordres, et d'exécution d'ordres. La concurrence entre les prestataires de services d'investissement (sociétés de gestion, banques), notamment du fait de l'émergence d'une offre en ligne, devrait avoir des répercussions sur le coût des services facturés aux clients, comme l'attestent les baisses déjà observables sur le marché.

Au total, la diversification des acteurs devrait avoir un impact favorable sur la concurrence du point de vue de l'offre de services, et les économies d'échelles réalisées par les professionnels devraient se traduire par des baisses de prix. À terme, la concurrence pourrait avoir également des conséquences sur l'organisation du secteur de la distribution des instruments financiers, avec de possibles concentrations ou externalisations de services et d'activités d'investissement.

2.2.3. La grande majorité des épargnants-investisseurs sera classée dans la catégorie des clients non professionnels

Ainsi que cela a été mentionné supra (point 2.1.3.1.), la quasi-totalité des clients devraient être classés par les établissements financiers comme des « clients non professionnels ». Cette approche est celle qui permet de bénéficier du niveau de protection le plus élevé prévu par la directive. Les changements vers des catégories moins bien protégées (comme les clients professionnels), qui sont à la demande des clients et ne peuvent être acceptés que pour ceux qui remplissent les conditions prévues par la directive, devraient rester une exception.

D'après les établissements financiers consultés, les clients « *particuliers* » (par opposition aux clients qui sont des entreprises), les artisans/commerçants/professions libérales (souvent appelés « *professionnels* » par les banques), les agriculteurs, les clients haut-de-gamme (recourant à la gestion privée), les associations, les collectivités locales et la plupart des entreprises (représentées par exemple par leur trésorier ou leur directeur financier) devraient également être classés comme clients non professionnels.

Comme le prévoit la législation, les établissements devraient donc adresser à ces clients une communication (lettre …) les informant de leur classement dans la catégorie des clients non professionnels, et leur demander, le cas échéant, de confirmer ce classement.

2.2.4. L'évaluation des clientèles sera un exercice d'importance cruciale pour la fourniture des services d'investissement

2.2.4.1. Le recueil d'informations sur le client : l'envoi de questionnaires et les propositions de bilan patrimonial

Comme indiqué supra (point 2.1.3.2.), la réglementation impose désormais de mieux connaître les clients, et, à cette fin, d'évaluer notamment leur situation financière et leurs objectifs de placements, pour fournir des services de conseil en investissement ou gérer un portefeuille. Pour cela, le recueil d'informations les concernant constitue un enjeu d'importance.

Pour permettre un suivi des données des clients dans le temps (par exemple en cas de changement de conseiller) et assurer un service et une approche commerciale homogène en matière d'investissement à leur égard, les prestataires de services d'investissement français ont envisagé de systématiser le profilage des clients par voie de ***questionnaires***.

Cette technique consiste à classer les clients en un certain nombre de groupes, en fonction de critères multiples, comprenant notamment :

- leurs niveaux d'avoirs ;
- leur capacité d'épargne ou leurs revenus ;
- leurs principaux projets liés à l'épargne ou à l'investissement (projets immobiliers, préparation de la retraite, complément de revenus, etc.)
- d'autres critères qualitatifs ou comportementaux, par exemple le niveau d'acceptation du risque, le degré d'autonomie, le niveau d'expérience ou de compétence dans les décisions financières, déterminés en fonction des produits déjà détenus par le client et complétés par des questions spécifiques, le cas échéant.

Il est essentiel que les clients soient bien informés de l'objet de ces questionnaires, afin qu'ils ne soient pas ressentis comme inquisitoriaux. Il convient de rappeler que tous les établissements de crédit sont soumis au secret professionnel, et que les informations recueillies ne peuvent pas être utilisées, par exemple, à des fins fiscales. Le profil du client constitue une base d'information confidentielle à disposition du conseiller (ou de l'établissement financier teneur du compte du client). Il permet d'orienter l'action commerciale vers les produits et services qui sont susceptibles de correspondre a priori le mieux au client.

La plupart des établissements contactés dans le cadre de cette étude ont prévu également d'enrichir et d'actualiser les données des clients, au fur et à mesure des contacts avec ces derniers. Pour les nouveaux clients, le profilage devrait être effectué lors de l'ouverture d'un compte, ou à l'occasion d'une demande relative à un projet d'épargne ou d'investissement. Certains établissements ont envisagé de contacter spontanément leurs clients pour leur proposer d'effectuer un bilan patrimonial, ou de confirmer et de compléter les informations déjà détenues (par exemple, le niveau d'expérience ou de connaissances peut être interprété en fonction des instruments détenus et de la part d'instruments à risque souscrits).

2.2.4.2. Une évaluation modulée selon le type de service

La mise en œuvre de la directive MIF permettra d'homogénéiser les pratiques existantes, et ainsi, de fournir aux clients une information adaptée à leurs besoins.

Les établissements financiers consultés ont souligné que la tarification spécifique des instruments financiers sera indépendante des tests (adéquation ou caractère approprié) qu'ils seront tenus de réaliser en tant que prestataires de services d'investissement. En d'autres termes, les droits d'entrée ou les frais de gestion des instruments financiers ne varieront pas en fonction du type de test réalisé par l'établissement prestataire de services d'investissement. En revanche, rien ne s'oppose à ce que le service de conseil en

investissement fasse l'objet d'une tarification séparée, dont le client devra être informé (cf. point 2.2.2).

Types de services d'investissement et évaluation

➔ **Conseil en investissement et gestion de portefeuille (test d'adéquation) :** la fourniture des informations est une obligation légale pour le client et conditionne la fourniture de la recommandation personnalisée d'investissement. **Il est donc essentiel, pour la réalisation de ce service, que le client fournisse les informations requises au prestataire de services d'investissement**.

➔ **Services d'investissement autres (réception, transmission et exécution d'ordres) qui ne s'accompagnent pas d'un conseil en investissement (test du caractère approprié) :** si le client ne fournit pas les informations, ou si les informations communiquées sont insuffisantes, le prestataire de services d'investissement fournit le service, mais doit, au préalable, **mettre en garde le client.**

Par exception, le prestataire peut fournir le service de réception, transmission et d'exécution d'ordres, si le service, passé à l'initiative du client, porte sur un instrument non complexe et, après avoir **mis en garde** le client et l'avoir informé qu'il ne bénéficie pas de la protection du test du caractère approprié.

2.2.5. L'information des clients est renforcée

À compter de l'entrée en vigueur de la directive, les investisseurs français devraient bénéficier, pour l'ensemble des activités et services qui leur seront proposés, d'une généralisation des meilleures pratiques déjà mises en place dans de nombreux établissements, sans coûts additionnels (hormis la facturation d'éventuels nouveaux services de conseil en investissement), sous réserve que les exigences de formalisation introduites par la directive MIF (ou les régulateurs nationaux) ne se traduisent pas par un alourdissement des coûts administratifs.

2.2.5.1. La systématisation des meilleures pratiques en matière de meilleure exécution

La directive MIF impose aux établissements des exigences renforcées, dans l'intérêt des clients. Dans un premier temps, il est probable que le contenu des politiques d'exécution change peu, dans la mesure où la grande majorité des ordres des clients non professionnels continueront à être exécutés sur le marché réglementé. On rappellera que la directive MIF fait obligation aux prestataires de services d'investissement de donner aux clients des informations pertinentes concernant leur politique d'exécution, sur un support durable. Elle impose de les informer des modifications qui sont apportées à leur politique d'exécution et d'obtenir leur consentement préalable sur cette politique avant la prestation de services. En outre, elle fait obligation de recueillir leur consentement exprès avant d'exécuter l'ordre, lorsque le prestataire de services d'investissement a envisagé d'exécuter des ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (MTF).

En conséquence, la plupart des établissements prestataires de services devraient adresser à leurs clients leur politique d'exécution révisée, soit sous la forme d'un document d'information ad hoc, soit en l'annexant aux conventions de services souvent jointes aux conventions de comptes titres (voir point 2.3.6.2).

Selon les représentants des associations consultées, les prestataires de services d'investissement auront un rôle très important pour évaluer la bonne capacité de compréhension des clientèles et une responsabilité dans l'information et la formation de leurs personnels si, dans le futur, les clients sont appelés à choisir entre l'exécution d'un ordre sur un marché réglementé, sur un MTF géré par leur prestataire (voire auprès d'un internalisateur), ce qui pourrait être complexe pour la plupart des épargnants. Il est donc essentiel que la politique d'exécution des ordres soit expliquée correctement et clairement aux clientèles.

Les nouvelles obligations relatives à la politique d'exécution

- La politique d'exécution des ordres de placement est communiquée sur **un support durable, avant la prestation du service**. Plusieurs établissements envisagent de la communiquer à leurs clients par voie postale.
- Elle doit fournir des **informations appropriées** telles que le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et du règlement, la taille et la nature de l'ordre en :
  - ➢ indiquant l'importance relative que le prestataire attribue aux facteurs de meilleure exécution ou la façon dont leur importance relative est définie ;
  - ➢ donnant la liste des lieux d'exécution auxquels le prestataire fait le plus confiance pour respecter l'exigence globale de meilleure exécution.
- Elle doit **mettre en garde le client** qui donne des instructions spécifiques d'exécution.
- Le prestataire de services d'investissement doit recueillir le consentement du client sur la politique d'exécution avant la prestation du service, et rechercher le consentement exprès du client si l'ordre est exécuté en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF.
- Le prestataire de services d'investissement doit avertir le client en cas de modification substantielle des dispositifs d'exécution ou de la politique d'exécution.
- Si le client le demande, le prestataire de services d'investissement doit pouvoir démontrer que l'ordre a été exécuté conformément à la politique d'exécution de l'entreprise.

2.2.5.2. La gestion des conflits d'intérêts

Il convient de rappeler que lorsque les dispositions prises par l'établissement prestataire de services d'investissement ne sont pas suffisantes pour garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, le client est informé clairement de la nature et/ou de la source du conflit d'intérêts.

Cette information doit être communiquée sur un support durable, être suffisamment détaillée eu égard aux caractéristiques du client, pour qu'il puisse prendre une décision informée au sujet du service d'investissement dans le cadre duquel se pose le conflit d'intérêts.

La politique de gestion des conflits d'intérêt redéfinie par la directive MIF constitue une avancée importante du point de vue de l'investisseur.

Dans ce contexte, il est urgent que les prestataires de services d'investissement dont l'entité ou une des entités établit des produits d'investissement, s'interrogent par exemple sur les commissions ou rémunérations additionnelles versées au titre des souscriptions desdits produits aux salariés chargés de la commercialisation de ces mêmes produits. À cet égard, le rapport de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers (voir annexe 8) recommande que les rémunérations à l'acte soient remplacées par des systèmes d'évaluation globale plus neutres en ce qui concerne le choix des produits vendus.

Les conflits d'intérêts

En cas de doute, le prestataire de services d'investissement doit **informer clairement le client sur un support écrit** pour lui permettre de prendre une décision d'investissement éclairée.

2.2.5.3. La transparence des frais

En application des nouveaux textes, les prestataires de services sont tenus de communiquer à leurs clients, avant la fourniture du service, la nature et le montant des frais qu'ils appliquent. Ces derniers devraient donc bénéficier d'une plus grande transparence sur l'ensemble des coûts et des frais liés à la fourniture ou à l'exécution d'un service d'investissement, et, en particulier, en ce qui concerne les commissions versées aux prestataires de services ou perçues par ces derniers.

Il convient de souligner que la réglementation limite les rémunérations, les commissions ou autres avantages économiques que les prestataires de services d'investissement peuvent recevoir des clients (ou de tiers) ou verser à ces personnes. Seules certaines rémunérations sont autorisées (voir encadré qui suit).

Deux catégories de rémunérations ou avantages

LES REMUNERATIONS AUTORISEES SANS CONDITION	LES AUTRES FORMES DE REMUNERATIONS AUTORISEES SOUS CERTAINES CONDITIONS CUMULATIVES
– Rémunérations ou avantages non monétaires qui sont versés ou perçus, directement ou indirectement, entre le client et le prestataire de services d'investissement. – Rémunérations ou avantages non monétaires qui sont versés à un tiers, par le prestataire de services d'investissement, en vue de permettre la réalisation du service ou parce qu'ils sont nécessaires à cette réalisation ou la permettent.	– Transparence vis-à-vis du client. – Amélioration du service rendu. – Ne doit pas nuire à l'obligation du prestataire de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts du client.

La réglementation fixe également de manière limitative la liste des autres frais que les prestataires de services d'investissement sont autorisés à facturer pour gérer un portefeuille ou des OPCVM (commission de gestion, frais de transaction…).

En pratique, le montant de ces frais est précisé dans la convention de services ou fait l'objet d'un récapitulatif distinct que les établissements de crédit et entreprises d'investissement sont tenus de communiquer à leurs clients avant la fourniture du service.

2.2.6. D'autres adaptations sont nécessaires chez les prestataires de services d'investissement pour servir au mieux les intérêts de leurs clients

2.2.6.1. Des mesures au niveau des établissements pour se conformer aux nouvelles exigences

Pour se préparer à l'entrée en vigueur des nouvelles obligations tirées de la transposition de la directive MIF, les établissements financiers, notamment les plus grandes banques, ont mis en place très tôt des équipes projet chargées de diagnostiquer et spécifier les évolutions nécessaires pour conduire les changements. Deux chantiers ont été identifiés.

Les actions de formation des personnels

Des actions de formation des conseillers de clientèle ont été engagées. L'objectif est d'assurer la fourniture de services de qualité, répondant au mieux aux intérêts des clients. Il s'agit pour ces professionnels d'être en mesure de fournir aux clients des informations appropriées dès l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions, d'une manière compréhensible, pour leur permettre de prendre leurs décisions d'investissement. Les actions conduites ont porté sur la formation au profilage et à l'évaluation des clients, mais aussi sur les caractéristiques des produits et services d'investissement proposés par l'établissement.

Certains établissements ont décidé de mettre en place des outils informatiques d'aide au diagnostic permettant d'accompagner le conseiller dans la récupération des données fournies par les clients, ou dans le diagnostic de leur situation patrimoniale et de leurs projets d'investissement, tandis que d'autres ont décidé de former leurs conseillers de clientèles aux méthodes de diagnostic.

Un établissement a indiqué avoir renforcé l'articulation entre les conseillers de clientèle et les experts internes (conseillers spécialisés en investissement ou gérants de patrimoine), ces derniers pouvant venir en appui ponctuellement en cas de besoin. Plusieurs

ont envisagé de spécialiser les conseillers en fonction des types de clientèles (selon le niveau des avoirs détenus ou du niveau de revenu par exemple).

La clarification de l'organisation interne des établissements et de certaines procédures ou politiques

De manière générale, la nouvelle réglementation appelle une clarification de l'organisation interne des entreprises, une actualisation des mécanismes de contrôle interne, et l'instauration de systèmes de reporting internes adaptés, tout en confirmant le maintien des dispositifs permettant d'assurer la sécurité et la confidentialité des informations et des transactions.

Ainsi, la réactualisation de la politique de gestion des conflits d'intérêts a nécessité de mettre en place, au sein des établissements concernés, une organisation et des processus dédiés pour identifier et décrire les situations de conflits d'intérêts**,** identifier les modes de résolution possibles et créer les registres de suivi de ces situations dans le temps.

De la même manière, la définition (ou la modification) de la politique d'exécution des ordres a induit des changements, sur l'analyse des opportunités nouvelles apportées par la directive MIF (par exemple, l'exécution des ordres en dehors d'un marché réglementé), mais aussi en termes d'organisation pour tenir compte des exigences de surveillance et de révision régulière des dispositifs et procédures internes posées par la réglementation.

2.2.6.2. La mise à jour des conventions passées avec les clients

Les conventions de services d'investissement ont pour objet de préciser les droits et obligations réciproques des clients particuliers [41] et des prestataires de services d'investissement, et d'indiquer les conditions auxquelles les prestataires concernés fournissent les services.

Généralement, la convention relative aux services d'investissement est annexée au dossier d'ouverture d'un compte titres [42]. Mais, dans certains établissements, les dispositions relatives aux services d'investissement constituent un chapitre distinct (dispositions particulières relatives aux services d'investissement) de la convention que l'établissement remet à son client lors de l'ouverture d'un compte bancaire et qui énonce l'ensemble des services fournis par l'établissement (tenue de compte, PEA, compte titres, voire assurances).

Le nouveau cadre réglementaire relatif aux services d'investissement appelle la révision des conventions de services d'investissement passées et l'envoi de ces nouvelles conventions aux clients concernés, ou, pour les nouveaux clients, l'établissement de conventions conformes aux dispositions en vigueur :

Les épargnants-investisseurs disposant déjà de comptes titres

Ces épargnants doivent recevoir les conventions modifiées pour tenir compte des exigences nouvelles apportées par la réglementation, en particulier la « catégorisation » et l'information des clientèles. Pour être en conformité avec les dispositions qui leur sont applicables, les établissements devaient normalement avoir communiqué ces conventions modifiées à la date du 1er novembre 2007. Toutefois, des indications laissent penser que, compte tenu du nombre important de courriers que les établissements doivent adresser à leurs clients, cette obligation n'aurait pas été complètement respectée à la date d'entrée en vigueur des nouvelles dispositions.

Il est important que les épargnants-investisseurs lisent les conventions et interrogent leur établissement dans l'hypothèse où certaines dispositions apparaîtraient insuffisamment compréhensibles**.** Il convient de souligner que le règlement général de l'AMF prévoit, dans

41 *La directive d'exécution prévoit que l'obligation de conclure des conventions ne s'applique qu'à l'égard des clients non professionnels.*

42 *Le compte titres est le compte dans lequel sont portées les opérations d'achat et vente d'instruments financiers, valeur par valeur. Il donne lieu à l'envoi, à son titulaire, d'un relevé (avis d'opéré) après chaque opération mentionnant les caractéristiques de ladite opération, et, au moins une fois par an, à l'envoi d'un récapitulatif complet comprenant la valeur du portefeuille (voir aussi point 2.1.3.2.).*

son article 314-58, que l'absence de contestation par le client dans un délai de deux mois après communication de la convention vaut acceptation de la convention. Cette mention devrait normalement être rappelée dans les conventions ou les courriers adressés aux clients.

Les nouveaux investisseurs

Pour les nouveaux investisseurs, la convention de services remise par le prestataire de services d'investissement doitt inclure les éléments suivants :

- l'identité de la ou des personnes avec lesquelles est établie la convention ;
- la nature des services fournis et les catégories d'instruments financiers sur lesquelles portent les services ;
- les tarifs du prestataire de services d'investissement et le mode de rémunération de ce dernier (commissions…) ;
- la durée et la validité de la convention ;
- les obligations de confidentialité à la charge du prestataire de services d'investissement.

Des dispositions complémentaires sont apportées pour les services relatifs à la réception et à la transmission d'ordres (caractéristiques des ordres, modes de transmission, modalités d'information du client si la transaction ne peut aboutir ou lorsqu'elle est réalisée, autres dispositions concernant la fourniture du service *via* Internet…), et pour les services d'exécution d'ordres (caractéristiques des ordres susceptibles d'être passés, mode de transmission des ordres, contenu et modalités d'information du client, délai du client pour contester les conditions d'exécution de la prestation…).

Des dispositions particulières s'appliquent aux services de gestion de portefeuille. Dans ce cas, la relation s'inscrit dans le cadre d'un mandat donné par le client à son prestataire de services d'investissement dont les termes sont précisés : objectifs de gestion, catégories d'instruments devant composer le portefeuille, modalités d'information du client, durée du mandat et modalités de reconduction ou résiliation du mandat…

2.3. MODALITES D'APPLICATION PREVUES : CALENDRIER, EVENTUELS DISPOSITIFS D'APPUI ET POINTS RESTANT EN DISCUSSION

2.3.1. L'objectif d'entrée en vigueur des dispositions de transposition de la directive MIF au 1er novembre a été respecté

La directive MIF est une directive adoptée selon la procédure Lamfalussy (voir chapitre 1). La date d'entrée en vigueur, initialement envisagée fin avril 2006, a été reportée au 1er novembre 2007 par le Parlement européen et le Conseil, ce qui a donné un délai supplémentaire aux entreprises pour adapter leurs systèmes aux nouvelles règles.

Les délais de transposition des textes ont globalement été respectés par la France. Notre pays figure parmi les États membres qui ont modifié leur législation à temps pour permettre l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions à la date fixée par la directive [43].

43 *Voir en particulier l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 et les décrets numéros 2007-901 et 2007-904 du 15 mai 2007, ainsi que les arrêtés des 11 septembre et 30 octobre 2007 portant homologation des modifications apportées au règlement général de l'AMF.*

2.3.2. Des points sont en discussion au sein de l'industrie

Même si des actions de communication ont été prévues par les établissements financiers, nombre de ceux-ci considèrent qu'une action de communication des pouvoirs publics pourrait être un support constructif. Sont mentionnés notamment les objectifs de la « catégorisation » des clientèles, la nécessité d'avoir à fournir davantage d'informations à son prestataire de services d'investissement pour la fourniture du conseil en investissement, et, plus globalement, l'intérêt à mieux informer sur les avantages des placements à long terme ou sur les notions de risque et de rendement.

La complexité et le coût induits par la mise en œuvre de certaines dispositions de la directive MIF (plus particulièrement celles destinées à la clientèle professionnelle dans un premier temps) ont été soulevés par de nombreux professionnels de l'industrie. Ont été évoqués en particulier :

- l'objectif de meilleure exécution possible des ordres. Cette obligation, certes très importante, serait complexe à mettre en œuvre selon certains prestataires de services d'investissement. En effet, pour répondre à cette nouvelle exigence, les prestataires de services d'investissement vont devoir matérialiser leur politique d'exécution dans une table de paramétrage contenant les critères permettant de définir la meilleure exécution possible pour le client au sens de la directive MIF. Une fois le meilleur scénario d'exécution retenu, le prestataire de services d'investissement devra alors gérer le routage vers plusieurs modes d'exécution possibles. Dès lors, la complexité de l'objectif de meilleure exécution possible des ordres pourrait inciter à la sous-traitance de ce processus ;
- la conservation des données. Un client pouvant réclamer la preuve de la meilleure exécution possible de l'ordre afférent à une transaction effectuée pendant un délai de cinq années, le prestataire de services d'investissement devra conserver les informations pendant cette période et garantir une facilité d'accès aux données suffisante. Certains prestataires de services se sont interrogés sur l'opportunité d'une durée de conservation aussi importante.

2.3.3. De nombreux établissements envisagent de mettre en œuvre les recommandations du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet

L'étude a montré que de nombreux établissements entendent se conformer, sur une base volontaire, aux recommandations qui figurent dans le rapport relatif à la commercialisation des produits financiers, que M. Jacques Delmas-Marsalet a remis au Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, en novembre 2005 (voir, pour sa consultation, le site **www.minefi.gouv.fr/epargne**, et les conclusions du CCSF qui figurent en annexe n° 7).

Ce rapport traite des voies et moyens d'améliorer les conditions de commercialisation des produits d'épargne. Il met en avant « *des raisons d'agir qui résident autant, sinon plus, dans la nécessité de préparer un avenir marqué par un besoin croissant d'information et de conseil des ménages en matière de placement de leur épargne, notamment en vue de la retraite, que dans celle d'éviter la reproduction de ventes abusives ou inadaptées constatées dans le passé* » [44] , tout en soulignant que ces difficultés se sont produites à une échelle moindre en France que dans d'autres pays et que des actions ont été engagées dans plusieurs établissements pour corriger certaines pratiques.

44 *Le rapport fait référence à des problèmes de commercialisation survenus particulièrement dans les années 1999-2000 et qui étaient dus, selon l'auteur, aussi bien à des défauts dans l'information sur les produits qu'à des méthodes de commercialisation peu propices à un bon exercice de la fonction de conseil.*

Recommandations du rapport sur la commercialisation des produits financiers

1. **Assurer une information plus pertinente sur les produits**

   À cet effet, l'information précontractuelle devrait être simplifiée pour aboutir à la réalisation d'un document informatif clair, centré sur six éléments clés (nature du produit, existence ou non d'une garantie inconditionnelle de récupération du capital investi, durée minimale de placement recommandée, évaluation prospective des chances de gain et des risques de perte sur cette durée, les frais globaux, le profil type d'investisseur auquel est destiné ce produit). Il convient, en outre, de vérifier que la publicité sur les produits est claire et non trompeuse.

2. **Mieux cibler la commercialisation dans les réseaux**

3. **Fournir au client un conseil adapté**

   Le rapport délimite clairement le champ du conseil qui s'attache à la vente consécutive, soit à une sollicitation personnalisée du client par le vendeur, soit à une demande de conseil formulée par le client.

4. **Préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil qui pourraient être biaisées par les modes de rémunération du vendeur**

5. **Mieux responsabiliser tous les acteurs de la commercialisation en clarifiant notamment les responsabilités respectives du producteur et du distributeur**

6. **Améliorer le service après–vente**

   La majeure partie des recommandations portant sur des règles de conduite opérationnelles, il est proposé que les professionnels concernés insèrent ces règles dans des codes de bonne conduite professionnels approuvés par les pouvoirs publics.

Récapitulatif des objectifs et impacts de la directive MIF pour les épargnants-investisseurs

Objectifs de la MIF	Principales mesures proposées	Principaux impacts pour les épargnants-investisseurs
1) Favoriser la mise en concurrence des différents lieux d'exécution des ordres.	Abrogation de la règle de centralisation des ordres sur les marchés réglementés. Ouverture de la concurrence entre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et les internalisateurs systématiques.	Peu ou pas d'impact à court terme : les ordres des épargnants-investisseurs particuliers continueront à transiter très majoritairement par les bourses réglementées. À terme, une concurrence des nouveaux lieux d'exécution pourrait apparaître avec un impact possible sur les prix ou la qualité de service.
2) Donner une meilleure lisibilité aux prix des titres sur les marchés.	Instauration de règles de transparence pré et post-négociation harmonisées.	Déjà en place pour les bourses réglementées qui resteront le lieu d'exécution des ordres des clients particuliers à court terme.
3) Faciliter la vente transfrontalière des services.	Élargissement du champ des services et instruments financiers couverts par l'agrément et le passeport : systèmes multilatéraux de négociation, conseil en investissement.	Développement possible de l'offre de conseil en investissement. Élargissement de l'offre de produits et services provenant de l'exercice du passeport.
4) Exécuter des ordres au mieux des intérêts du client.	Instauration de l'obligation de « meilleure exécution » possible des ordres aux conditions les plus favorables pour le client (obligation multicritère, le critère principal étant le prix total, c'est-à-dire le prix de l'instrument financier majoré des coûts liés à l'exécution).	À court terme, pas d'impact significatif pour les particuliers si leurs ordres continuent à être exécutés exclusivement sur les bourses réglementées.
5) Introduction d'une nouvelle « catégorisation » des clients induisant des règles de conduites adaptées à chaque clientèle.	Classification des clients en trois catégories : – clients professionnels ; – clients de détail ; – contreparties éligibles.	Garantie pour les épargnants-investisseurs particuliers de bénéficier des règles de protection les plus élevées. Information sur ces règles par leur établissement financier.
6) Principe général de bonne conduite et d'information des clients afin de garantir la protection de leurs intérêts.	Obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients. Obligation de fournir aux clients une information (y compris dans les documents publicitaires) correcte, claire et non trompeuse. Obligation de fournir aux clients des informations sous une forme compréhensible.	Systématisation de la mise à disposition du client d'informations : – relatives à l'entreprise d'investissement et à ses services, sur les instruments financiers et stratégies, sur les systèmes d'exécution, sur les coûts et frais liés, – permettant de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause.
7) Servir au mieux les intérêts du client.	Pour le conseil en investissement (défini comme la fourniture à un client d'une recommandation personnalisée portant sur un instrument financier déterminé) et la gestion de portefeuille, obligation pour le prestataire de services de mettre en adéquation la recommandation et le client, ce qui suppose d'obtenir des informations sur : – ses connaissances ; – son expérience ; – sa situation financière ; – ses objectifs d'investissement.	Assurance de la vérification systématique de l'adéquation des placements proposés aux clients par les conseillers dans le cadre du service de conseil en investissement. Vérification du caractère approprié dans les autres cas de figure.

	Si le client ne fournit pas les informations, le conseil ne peut pas être délivré. Pour les services autres que le conseil en investissement et la gestion de portefeuille pour le compte du client, obligation pour le prestataire de service de s'assurer du caractère approprié du service (ou produit) qu'il propose au client, ce qui suppose d'obtenir des informations sur – ses connaissances, – son expérience. Si le client ne fournit pas les informations sur ses connaissances et son expérience en matière d'investissement, ou si le prestataire estime que le produit ou service n'est pas adapté, le service ne peut être délivré qu'après mise en garde. Pour les services de réception-transmission d'ordres et d'exécution d'ordres, le prestataire ne procède pas à la vérification du caractère approprié dans les cas suivants : – l'ordre porte sur un produit non complexe (action, OPCVM coordonné…), – l'ordre a été passé à l'initiative du client, – le client a été informé par le prestataire qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service.	

3. LE LIVRE BLANC SUR LE MARCHE UNIQUE DES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LES IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS

3. 1. LE CADRE JURIDIQUE ET ÉCONOMIQUE DES OPCVM

3.1.1. Les directives OPCVM ont permis de créer un label produit novateur et harmonisé, reconnu en Europe et en dehors de l'Europe, qui a favorisé la croissance du marché des fonds d'investissement

Les directives OPCVM, transposées en droit français, ont créé le cadre juridique dans lequel les OPCVM sont produits et distribués.

La directive 85/611/CE a fixé les règles communes concernant l'organisation, la gestion et la surveillance des fonds OPCVM. Elle a précisé les règles de diversification et de liquidité que ces fonds doivent respecter, ainsi que la liste des actifs dans lesquels ils sont autorisés à investir. Elle a prévu que dès lors qu'un OPCVM est agréé par l'autorité de tutelle de l'État membre où il est domicilié (AMF pour la France) pour y être commercialisé auprès du public, il peut être librement vendu dans d'autres États membres de l'Union européenne, sous réserve de notification auprès de l'autorité compétente de l'État d'accueil où l'OPCVM sera commercialisé (cet État membre devant fournir au préalable une autorisation de commercialisation). De ce fait, l'OPCVM est dit « coordonné ».

Les directives de 2001/207 et 2001/208 modifiant la directive précitée, qui sont entrées en vigueur le 17 février 2004, ont modernisé les règles relatives aux OPCVM coordonnés. La directive 2001/208 a étendu la gamme des instruments financiers dans lesquels les OPCVM peuvent investir : la liste inclut les instruments de marché monétaire cotés, les dépôts bancaires, les autres OPCVM (de type fonds de fonds) et, sous certaines conditions, les produits dérivés. La directive 2001/207 a renforcé les exigences applicables aux sociétés de gestion en matière de fonds propres et a établi un « passeport européen » en vertu duquel ces sociétés peuvent commercialiser certains services dans tous les États membres (cette option cependant est restée largement inopérante). Cette directive a prévu également un prospectus simplifié destiné aux épargnants, afin qu'ils disposent des renseignements essentiels et nécessaires à la prise de la décision d'investissement [45]. Le prospectus simplifié est délivré sans frais à tout investisseur potentiel, avant la souscription. Il constitue, de ce fait, une information précontractuelle qui a pour objectif de lui permettre :

- de vérifier que les objectifs de l'OPCVM correspondent à ses propres objectifs d'investissement (horizon de placement, niveau de risque…) ;
- de prendre connaissance des performances passées de l'OPCVM (même si celles-ci ne préjugent en rien des performances futures) ;
- éventuellement de comparer cet OPCVM (en termes de coûts, de performances passées…) par rapport à d'autres produits appartenant à la même catégorie et sur une durée de placement équivalente.

Contenu du prospectus simplifié

Partie statutaire (partie A)	Partie statistique (partie B)
– Présentation succincte de l'OPCVM. – Informations sur les placements et la gestion suivie. – Informations sur les frais, commissions et fiscalité. – Informations d'ordre commercial.	– Présentation des performances passées de l'OPCVM et des frais facturés au cours du dernier exercice (frais de fonctionnement, de gestion, commissions de surperformance et commissions de mouvement). – Mise à jour chaque année et données chiffrées attestées par un commissaire aux comptes.

45 *Les prospectus des OPCVM distribués en France sont recensés dans la base de données GECO tenue par l'AMF (voir le site Internet www.amf-france.org).*

Ces directives ont permis un développement spectaculaire des fonds d'investissement en Europe et en particulier en France.

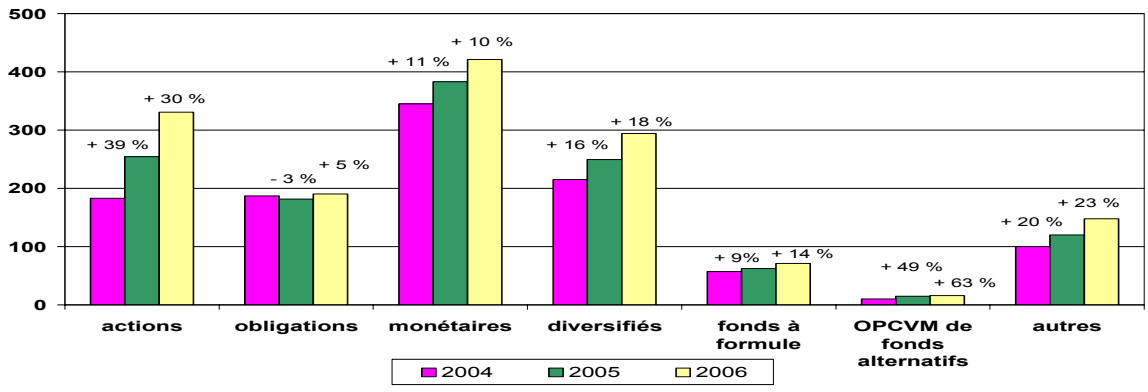
En Europe, à la fin 2006, on recensait 31 000 fonds OPCVM représentant 5 900 milliards d'euros (sur un total de 7 600 milliards pour l'ensemble des fonds d'investissement). Ces produits constituaient plus de 11 % des actifs financiers détenus par les ménages européens, eux-mêmes détenteurs d'environ 40 % des actifs des fonds d'investissement, le solde étant représenté par la clientèle institutionnelle [46]. Les actifs détenus ont quintuplé en 12 ans et ont progressé de 80 % entre 2003 et 2006.

En France, l'actif net des OPCVM domiciliés représentait, à la fin 2006, 1 350 milliards d'euros, soit 23 % du marché européen. La France est le deuxième pays de domiciliation des fonds derrière le Luxembourg. Les OPCVM domiciliés en France ont connu une croissance de 50 % entre 2003 et 2006, et plus de 12 000 personnes sont employées dans les sociétés de gestion [47]. Les fonds d'investissement constituaient en 2006 plus de 20 % de l'actif des ménages, soit près de deux fois la moyenne européenne. Selon une enquête Euronext-TNS Sofres, le nombre de détenteurs de titres d'OPCVM (hors FCPE) était, après un point bas à 4 millions de personnes en 1997 et un point haut à 5,3 millions en 2003, de 4,4 millions de personnes en 2006.

Les ventes transfrontières de fonds d'investissement se sont également développées au sein de l'Union européenne. On estime que, du fait de l'utilisation du passeport européen, les fonds originaires d'un autre État membre représentent environ 20 % du marché. Les OPCVM les plus exportés sont domiciliés au Luxembourg, en Irlande et, dans une moindre mesure, en Italie, en France et en Allemagne. Mais cela ne signifie pas forcément que l'ensemble des activités soit réalisé dans ces pays. Par exemple, dans le cas du Luxembourg, une grande majorité des fonds produits, domiciliés dans cet État membre, y sont enregistrés légalement et administrés (gestion administrative et légale de la société, valorisation du fonds et reporting auprès des investisseurs), mais la gestion financière des produits est effectuée dans d'autres États membres. Les OPCVM sont également exportés de façon croissante hors d'Europe (en Asie ou en Amérique latine par exemple), où ils sont devenus le cadre de référence pour les fonds d'investissement de nombreux pays.

Évolution des encours des différentes catégories d'OPCVM (France)

(en milliards d'euros)



Source : Association française de gestion (AFG)

46 *Source EFAMA, association européenne de la gestion d'actifs*

47 *Source AFG (Association française de gestion)*

3.1.2. Malgré un développement réussi, des obstacles restent à lever pour créer un marché européen des fonds d'investissement véritablement intégré

En 2005 déjà, dans son Livre vert sur l'amélioration des fonds d'investissement dans l'Union européenne, la Commission a observé que la plupart des acteurs du marché jugent que le cadre qui régit les OPCVM présente des faiblesses et qu'il est insuffisamment souple pour permettre aux entreprises de mieux affronter les défis liés aux évolutions rapides du marché.

Dans le Livre blanc publié en novembre 2006, la Commission a noté que « *la directive OPCVM n'est plus suffisante pour soutenir le secteur européen des fonds, à l'heure où celui-ci se restructure pour relever les nouveaux défis de la concurrence et répondre aux besoins changeants des investisseurs européens. Les principaux éléments de la directive ne remplissent plus leur fonction efficacement. Les libertés qu'elle confère sont obtenues au prix de coûts de mise en conformité inutilement élevés. Elle n'est pas suffisamment flexible pour permettre aux gestionnaires de fonds actifs dans plusieurs États membres d'organiser ou de restructurer leurs activités. Ces carences et ces contraintes se traduisent pour les investisseurs par des coûts plus élevés et des rendements plus faibles. Selon des études indépendantes, ramener les frais de gestion des fonds européens au niveau des frais en vigueur aux États-Unis permettrait d'augmenter de 3 % le rendement nominal de ces fonds.* ».

3.1.2.1. Un paysage qui serait, selon la Commission européenne, encore dominé par des fonds de taille sous-optimale en termes d'économies d'échelle

Selon la Commission, les fonds européens sont entravés dans leur développement :

- les fonds sont en moyenne cinq fois plus petits que leurs équivalents américains, et nombre d'entre eux sont dupliqués en raison des contraintes légales existantes. De ce fait, le secteur ne peut réaliser toutes les économies d'échelle souhaitables, ce qui réduit d'autant le rendement net servi aux investisseurs finals. ;
- alors que les fusions de fonds sur le plan domestique sont courantes, seules 3,5 % des fusions étaient transfrontalières en 2005. La législation européenne ne prévoit, en effet, aucun mécanisme permettant la fusion transfrontalière des fonds ou la gestion regroupée des actifs de type « fonds maîtres/nourriciers » (sont qualifiés de fonds « nourriciers » les fonds qui investissement la totalité de leurs actifs dans un fonds unique qualifié de fonds « maître »). L'intérêt de cette technique est de diversifier davantage la gestion des actifs des fonds nourriciers et de la rendre moins coûteuse ;
- les coûts économiques liés à la réalisation, en la matière, du marché européen pourraient, selon les études citées par la Commission européenne, être réduits annuellement d'un montant de 5 à 6 milliards d'euros.

Nombre d'observateurs considèrent cependant que ces gains potentiels sont à considérer avec précaution, car ils supposent qu'une véritable concurrence puisse s'instaurer au niveau de la distribution des fonds en Europe, ce qui n'est pas tout à fait le cas actuellement. Ces gains pourraient aussi dépendre, en partie, du schéma industriel qui sera choisi par les acteurs du marché.

3.1.2.2. Des obstacles restent à lever pour assurer le bon fonctionnement du marché

La Commission estime nécessaire le renforcement du cadre actuel relatif aux fonds d'investissement en vue d'encourager la création d'un marché véritablement intégré. Elle relève plusieurs sources d'inefficience, qui constituent des entraves au bon fonctionnement du marché.

Les groupes gestionnaires de fonds sont tenus de fait d'établir une société de gestion de droit local, totalement opérationnelle, dans chacun des États membres dans lesquels ils domicilient un fonds.

Cette exigence augmente les coûts pour les sociétés de gestion (immobilisation de capitaux propres, rémunération des dirigeants, frais d'avocats, frais comptables…) et les empêche de réaliser des économies d'échelle.

Des délais de plusieurs mois ne sont pas rares pour obtenir une autorisation de commercialisation d'un OPCVM dans un autre État membre.

La directive OPCVM impose aux gestionnaires qui souhaitent commercialiser un OPCVM dans un autre État membre de présenter une documentation complète à l'autorité compétente concernée, et d'attendre deux mois, afin que celle-ci en vérifie la conformité avec la réglementation locale en matière de publicité. Ce délai n'est pas toujours respecté et, dans certains cas, la procédure d'autorisation prend de huit à neuf mois.

Selon la Commission, ces obstacles procéduraux et administratifs entravent la distribution des fonds et pénalisent les OPCVM par rapport à d'autres produits d'investissement comparables cotés en bourse, tels que les obligations structurées ou les certificats, non soumis aux règles de la directive OPCVM, mais régis par des dispositions plus favorables conformément à la directive Prospectus (autorisation de commercialisation délivrée en quelques jours ; obligations de publication d'information plus faibles, par exemple sur le calcul de la valeur liquidative).

Le traitement des ordres transfrontaliers de souscription ou de rachat de parts de fonds est fragmenté et insuffisamment automatisé et standardisé.

Cette fragmentation entraîne des coûts et des risques opérationnels plus élevés dans la chaîne de transactions. Elle freine le développement de la multidistribution (distribution d'un OPCVM d'une banque par une autre banque) et de son corollaire, l'architecture ouverte, à savoir l'organisation dans laquelle les intermédiaires proposent un éventail de produits fournis par des tiers et les agents administratifs des fonds assurent l'exécution des ordres provenant de sociétés tierces.

La création du prospectus simplifié n'a pas connu le succès escompté.

Le prospectus simplifié a été conçu pour fournir aux investisseurs et aux intermédiaires des informations de base sur le contenu du produit, les risques possibles, les frais associés et les performances attendues. Mais, dans la plupart des cas, le document est trop long ou mal compris par les épargnants auxquels il est destiné. Les divergences dans la transposition de la directive OPCVM ont généré parfois l'ajout de surcharges inutiles. De fait, le prospectus apparaît plus utilisé comme un outil juridique pour les promoteurs, que comme un outil pédagogique destiné aux investisseurs.

Les directives imposent la concentration des activités de gestion dans le pays d'enregistrement du fonds.

À l'heure actuelle, le passeport peut être obtenu pour le fonds OPCVM, mais pas pour les différentes activités de développement, de gestion et d'administration dudit fonds. La Commission observe que selon les professionnels, ces restrictions empêchent le secteur des fonds d'investissement de bénéficier pleinement des avantages offerts par le marché unique, en termes de localisation et de spécialisation.

Les directives en vigueur limitent les produits pouvant bénéficier du label OPCVM.

Actuellement, 30 % des fonds commercialisés dans l'Union européenne accessibles au niveau national ne peuvent pas faire l'objet d'une commercialisation transfrontière. Il en est ainsi des fonds immobiliers ou de capital-développement, des fonds maîtres / nourriciers,

des fonds à règles d'investissement allégées ou des fonds alternatifs (hedge funds…). Ces fonds échappent au label OPCVM. La Commission note que les professionnels de la gestion estiment que cela ne permet pas aux investisseurs de bénéficier de la concurrence et aux OPCVM de suivre les progrès de l'innovation financière.

3.2. ÉVOLUTIONS PREVUES ET IMPACTS PREVISIBLES POUR LES EPARGNANTS-INVESTISSEURS FRANÇAIS

3.2.1. La directive OPCVM devrait être modifiée dans au moins quatre domaines

Dans son Livre blanc, la Commission européenne a indiqué envisager de possibles modifications en vue de simplifier l'environnement juridique relatif aux fonds d'investissement, et permettre un fonctionnement plus efficace des marchés pour les sociétés de gestion, tout en offrant un niveau de protection élevé aux investisseurs.

3.2.1.1. Simplifier les procédures d'autorisation en vue de la commercialisation transfrontière des fonds

La Commission a indiqué qu'elle envisageait d'alléger les procédures administratives et d'échange d'informations entre autorités compétentes, pour ramener le délai maximum d'examen en vue de l'autorisation de commercialisation des fonds dans d'autres États membres, à quelques jours contre deux mois en moyenne actuellement.

Cette mesure devrait accélérer la circulation transfrontière des OPCVM et permettre aux épargnants d'accéder plus facilement aux fonds des différents États membres et, potentiellement, aux meilleurs fonds européens, en termes de performance et d'innovation pour chaque catégorie. Ces propositions devraient s'accompagner d'actions menées par les industriels du secteur pour rendre plus efficaces et moins coûteuses les opérations de souscription et de rachat de parts d'OPCVM de producteurs tiers ou originaires d'un autre État membre de l'Union européenne. Au total, le raccourcissement des délais d'autorisation placerait les OPCVM à égalité de concurrence avec d'autres produits comparables (tels que les certificats, instruments couverts par la directive Prospectus).

Plusieurs associations représentant des épargnants et consommateurs ont souhaité que ces améliorations apportées aux produits n'abaissent pas pour autant le niveau de protection des investisseurs. Plusieurs observateurs sont d'avis que si les nouvelles règles vont simplifier les démarches administratives des sociétés de gestion, l'autorité compétente de l'État membre de distribution devrait conserver un droit de regard sur la commercialisation des fonds qui sont distribués sur son territoire.

3.2.1.2. Faciliter les fusions transfrontières de fonds et le regroupement des actifs dans une entité unique

La Commission propose de compléter la directive pour créer les conditions juridiques, administratives et fiscales appropriées à la fusion des fonds d'investissement, tout en tenant compte de l'intérêt des investisseurs du fonds fusionné (notification préalable, possibilité pour les détenteurs de parts de les revendre sans frais). Elle envisage de faire des propositions pour modifier les règles de diversification afin de permettre le regroupement des actifs.

L'assouplissement des conditions de regroupement des fonds et de leurs actifs devrait permettre de créer des fonds de taille plus importante, d'augmenter les économies d'échelle, de favoriser la baisse des frais de gestion et des coûts d'investissement dans l'innovation produit, et, au total, d'améliorer la qualité de service. Du point de vue des

investisseurs, cela devrait aussi simplifier les gammes de produits proposés. Cet assouplissement devrait avoir des répercussions positives en priorité sur les fonds monétaires, obligataires et d'actions.

Certaines associations d'épargnants soulignent cependant que les fusions n'ont pas toujours un impact positif pour les épargnants (par exemple lorsque l'horizon temporel de l'investissement est modifié) et qu'il serait utile de veiller à ce que des garde-fous soient prévus dans la mise en œuvre de cette mesure. De plus, elles observent la nécessité d'éviter de lier la taille d'un fonds et sa performance : des exemples montrent que les fonds les plus gros ne sont pas nécessairement ceux qui offrent le meilleur rendement.

3.2.1.3. Établir un passeport pour les sociétés de gestion agréées dans un État membre et leur permettre de gérer des fonds dans d'autres États membres

La Commission devrait faire des propositions visant à étendre le passeport des sociétés de gestion à de nouveaux services, afin de permettre à une société de gérer des fonds dans d'autres Etats membres.

De l'avis des professionnels, cette mesure devrait permettre de réaliser des économies importantes ou de renforcer la capacité d'investissement des sociétés de gestion. En effet, les gestionnaires de fonds ne seraient plus obligés de créer une société de droit local dans chacun des États membres où le fonds est domicilié. Cette disposition devrait se traduire par une réduction du nombre de sociétés de gestion de droit local, créées et gérées purement pour des raisons administratives. Il devrait en résulter une réduction des coûts d'immobilisation du capital, des économies permises par la suppression de l'obligation de nommer plusieurs dirigeants et la réduction des frais administratifs (comptabilité, dépenses juridiques…), et une diminution des frais de gestion.

3.2.1.4. Améliorer le prospectus simplifié

Cette proposition vise à répondre à une demande de documents standardisés et harmonisés. La Commission se propose de modifier la directive pour clarifier les objectifs et principes qui doivent sous-tendre le prospectus, et d'adopter des mesures d'exécution contraignantes afin de garantir une application uniforme de ces principes.

L'établissement d'un prospectus réellement simplifié, plus accessible et comportant les informations clés pour permettre à l'épargnant de prendre sa décision d'investissement de manière éclairée, devrait donc constituer une avancée significative pour les investisseurs et les distributeurs.

3.2.2. Les différentes évolutions prévues dans le Livre blanc devraient avoir des impacts positifs significatifs pour les épargnants lorsque la future directive sera actualisée et transposée

Des impacts directs sont attendus d'une refonte du prospectus simplifié. L'amélioration du caractère compréhensible de l'information fournie aux investisseurs, et son recentrage sur un nombre clé de rubriques harmonisées devrait contribuer à leur permettre de mieux prendre leurs décisions d'investissement.

À cet égard, les associations insistent sur le fait que la notion de risque présentée dans la documentation produite doit être bien comprise par l'épargnant, et sur l'importance du devoir de mise en garde des prestataires de services d'investissement quant aux les risques liés aux instruments financiers.

Des impacts indirects devraient également être permis par les gains d'efficacité que devraient réaliser les sociétés de gestion avec la mise en place effective d'un passeport pour ces prestataires, la fusion transfrontalière des fonds et la simplification des procédures administratives d'enregistrement des fonds :

- les économies d'échelle devraient permettre une réduction des coûts de gestion liés aux OPCVM, et autoriser des investissements supplémentaires dans l'innovation produit ;
- la simplification de la distribution transfrontalière devrait contribuer à renforcer la concurrence et à diversifier l'offre d'OPCVM proposée aux épargnants, et améliorer la qualité du service

Un des experts consulté a souligné que ces bénéfices devraient avoir des répercussions plus favorables pour les investisseurs si, par ailleurs, les évolutions de marché conduisent à instaurer une réelle concurrence au niveau de la distribution des fonds d'investissement.

3.3. MODALITES DE MISE EN ŒUVRE PREVUES ET POINTS RESTANT EN DISCUSSION

La Commission a engagé des travaux en vue de préparer une proposition de révision de la directive. En l'état actuel des discussions, un texte pourrait être présenté au Parlement européen et au Conseil, normalement dans le courant de l'année 2008. Si, à ce stade, il est encore difficile d'anticiper le contenu réel et la portée exacte des futures modifications, le consensus très large autour des propositions de modifications laisse présager la mise en place effective des dispositions de la directive à court terme.

Un certain nombre de sujets font cependant encore débat, en particulier :

- le contenu du prospectus simplifié : tout le monde semble s'accorder sur l'objectif de simplification recherché pour le prospectus, mais seuls les travaux en cours permettront de définir son contenu précis ;
- le passeport des sociétés de gestion : une majorité d'États membres et d'acteurs industriels sont *a priori* favorables à un passeport complet pour les sociétés de gestion ; les travaux en cours permettront de définir l'étendue des services visés par le passeport ;
- la gamme des fonds d'investissements couverts par la directive OPCVM (c'est-à-dire les actifs éligibles dans lesquels les OPCVM peuvent investir) : il n'est pas prévu, dans le projet en cours, d'actualiser la gamme des actifs éligibles pour prendre en compte les innovations du marché intervenues depuis la précédente directive. En revanche, des réflexions sont en cours sur le cadre juridique de certains fonds non coordonnés tels que les fonds alternatifs ou hedge funds, les fonds immobiliers ou les fonds d'investissement de type private equity [48]. Des professionnels considèrent que la gamme des fonds soumis aux règles de la directive OPCVM devrait être élargie à des fonds non coordonnés et d'autres proposent un cadre réglementaire spécifique (par exemple pour les hedge funds et les fonds de hedge funds) afin de faciliter l'accès des investisseurs particuliers à ce type de produits. Certains pensent qu'une réflexion est aussi nécessaire sur les clientèles auxquelles s'adressent la gamme d'actifs admissibles dans les OPCVM, afin d'éviter le renouvellement de certains excès commis dans des SICAV monétaires révélés récemment, et d'adapter, en conséquence, la réglementation prudentielle.

48 *Les fonds de « private equity » ou de capital-investissement constituent une catégorie de fonds d'investissement qui prennent des participations durables, de moyen terme, dans des entreprises. Cette notion regroupe, en particulier, les fonds de capital-risque et les fonds LBO (« leveraged buy-out »).*

Récapitulatif des objectifs du Livre blanc et impacts pour les épargnants-investisseurs

Objectifs du Livre blanc	Principales mesures proposées	Principaux impacts pour les épargnants-investisseurs
1) Simplifier l'enregistrement transfrontalier des fonds	Lever les obstacles administratifs à la commercialisation transfrontalière : – alléger les procédures administratives permettant de simplifier l'enregistrement transfrontalier des fonds ; – mettre en place des procédures d'échange d'informations uniquement d'autorité réglementaire à autorité réglementaire ; – introduire des mécanismes de supervision et de coopération. Renforcer la coopération prudentielle : – rationaliser les procédures de notification des fonds (imposer à l'autorité du pays d'origine du fonds l'obligation de répondre effectivement et dans un délai approprié aux interrogations du pays d'accueil). – clarifier la répartition des responsabilités et les devoirs incombant aux différentes autorités de surveillance.	Simplifier la distribution des fonds, tout en permettant d'améliorer la gamme des produits offerts aux investisseurs sans changer le droit de regard du régulateur du pays de distribution. Renforcer la concurrence entre les produits. Rendre plus homogènes les règles d'enregistrement entre OPCVM et produits concurrents.
2) Faciliter les fusions transfrontières et le regroupement d'actifs dans une entité unique	Mettre un terme aux différences entre les cadres juridiques et prudentiels nationaux par la création de conditions juridiques appropriées à la fusion transfrontière de fonds. Modifier les règles de diversification et d'autres dispositions de la directive OPCVM III afin de permettre le regroupement de fonds, notamment par le biais de fonds maîtres et nourriciers, et de gérer simultanément les actifs collectés (tout en permettant une présence locale des fonds sur les différents marchés cibles).	Rationaliser les gammes de fonds et créer des économies d'échelle pour les opérateurs (sociétés de gestion, dépositaires, administrateurs…).
3) Établissement du passeport de société de gestion	Permettre à une société de gestion agréée de gérer des fonds d'autres États membres. Clarifier les services de gestion pouvant faire l'objet du passeport.	Renforcer les économies d'échelle des sociétés de gestion : abaisser les coûts de gestion et simplifier l'offre, mais aussi renforcer l'innovation-produit et la qualité de service. Clarifier le rôle des différents intervenants dans le cas de fonds gérés de manière transfrontalière.
4) Amélioration de l'information donnée à l'investisseur final	Fournir un prospectus simplifié. Préciser les exigences en matière d'information sur les risques, les coûts et les performances de l'OPCVM.	Améliorer l'information donnée aux investisseurs, faciliter les décisions d'investissement et permettre de comparer plus facilement les produits entre eux.

4. CONCLUSIONS

4.1. UNE DYNAMIQUE COMMUNAUTAIRE POSITIVE

L'entrée en vigueur, depuis le 1er novembre 2007, des dispositions de transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) définies dans l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, marque une étape décisive dans les relations entre les épargnants-investisseurs et les professionnels du secteur financier. Le Livre blanc de la Commission européenne sur les fonds d'investissement (OPCVM) illustre également l'importance de la législation européenne dans le domaine des placements financiers.

Ces textes présentent une série d'avantages potentiels tant pour les établissements et les intermédiaires financiers que pour les clients-épargnants :

- la directive MIF a pour objectif principal de renforcer la concurrence dans la distribution d'instruments financiers pour permettre à terme, potentiellement, une baisse des coûts pour les clients-épargnants, tout en préservant la protection des épargnants et la qualité du service ; elle a également pour objectif que les économies d'échelle réalisées par les professionnels bénéficient effectivement aux investisseurs, mieux informés et plus aptes à évaluer le rapport qualité-prix des services et à faire jouer la concurrence ;
- le Livre blanc vise à favoriser les économies d'échelle dans la gestion d'actifs et à renforcer la diversité de l'offre pour les clients-épargnants.

Les bénéfices attendus seront directement dépendants de leur mise en œuvre effective :

- plusieurs préconisations de la MIF, qui sont d'harmonisation maximale, ont pour objectif de systématiser et de formaliser les meilleures pratiques existantes en matière d'information et de services de conseil en investissement au client, et de préciser les rôles et responsabilités des intermédiaires financiers et des clients au point de vente, dans un contexte d'ouverture croissante de la concurrence ;
- les mesures du Livre blanc devraient permettre aux épargnants-investisseurs d'accéder à une offre élargie et performante d'OPCVM et aux professionnels de bénéficier des économies d'échelle et de l'élargissement de la distribution, permis par la constitution d'un marché unique des fonds.

L'ensemble de ces changements qui sont, de façon générale, dans la continuité de pratiques existantes, se matérialiseront progressivement pour les clients-épargnants, à la lumière des investissements importants engagés par les professionnels (actualisation des systèmes d'information, formation des conseillers…), de l'appropriation par les épargnants des nouvelles règles posées par la directive, et de l'émergence ou non de nouveaux acteurs ainsi que de nouveaux systèmes multilatéraux d'exécution des ordres sur le marché.

4.2. DES PRECONISATIONS D'ORDRE GENERAL

L'importance des enjeux et de l'impact sur les comportements des mesures communautaires et nationales touchant aux placements financiers justifie un effort exceptionnel d'accompagnement sur les plans de la pédagogie et de l'information de la part de l'ensemble des acteurs concernés :

- Ainsi, des actions significatives d'éducation financière, notamment en direction des jeunes, apparaissent indispensables. Encourager les Français à épargner à long terme constitue, par ailleurs, une priorité. Des initiatives telles que le développement de l'Institut pour l'Éducation Financière du Public (IEFP) ou du Conseil pour la Diffusion de la Culture Economique (CODICE) méritent d'être fortement appuyées. Toutefois, de par son ampleur et son horizon de temps, cet effort ne peut être que partagé entre professionnels, pouvoirs publics, media et autres acteurs concernés. Il pourrait s'inspirer des initiatives prises par certains pays tels que le Royaume-Uni.

- Des efforts spécifiques méritent également d'être entrepris pour que les notions de risque et de rendement des produits d'investissement, qui sont intimement liées, soient mieux appréhendées par le public. En effet, pour effectuer des choix d'investissement avisés, l'épargnant doit être à même de comprendre que l'ampleur du rendement potentiel est fonction du risque de perte en capital que le placement peut comporter.
- Des campagnes d'information et d'explication menées par les pouvoirs publics, les professionnels et les associations de consommateurs, apparaissent nécessaires sur les objectifs et les dispositions visant à garantir la protection des investisseurs sur les marchés d'instruments financiers, notamment sur le sujet central du conseil le plus adéquat pour répondre aux besoins du client et de la segmentation des clientèles. Faute d'une telle information, il existe, en particulier, le risque que la demande faite aux épargnants, par les établissements financiers, de fournir des données personnelles permettant d'évaluer le caractère adéquat ou approprié des produits proposés, soit mal perçue par ceux auxquels elle s'adresse. Le Haut Comité de place pourrait constituer un lieu d'échange approprié pour orienter et valider les actions d'information, de communication et d'explication à proposer pour atteindre ces objectifs.

Un bilan des bénéfices et des impacts apportés par la directive MIF aux clients-épargnants et aux acteurs du marché devra être réalisé, après une première période de mise en œuvre des principes de la directive, par exemple après une période de 3 à 5 ans, pour identifier d'éventuelles voies d'évolution.

4.3. DES PRECONISATIONS SPECIFIQUES

En conclusion de cette étude, plusieurs préconisations spécifiques peuvent être faites dans le domaine des OPCVM et pour la mise en œuvre de la MIF :

- Les informations présentées dans les documentations relatives aux produits d'épargne et d'investissement doivent être accessibles au plus grand nombre. En particulier, la mise en œuvre projetée par la Commission européenne d'un prospectus réellement simplifié pour les OPCVM apparaît indispensable pour que l'épargnant dispose des informations essentielles pour ses choix d'investissement, conformément aux propositions de M. Jacques Delmas-Marsalet.
- La simplification de l'autorisation de commercialisation transfrontalière des fonds prévue par la Commission ne doit pas aboutir à réduire le niveau de protection des épargnants. Il importe que le régulateur du pays de distribution conserve un droit de regard sur les modalités de la commercialisation des fonds vendus sur son territoire.
- Une réflexion est nécessaire, au plan communautaire et au plan national, sur la gamme d'actifs éligibles dans lesquels les OPCVM peuvent investir, selon qu'ils sont commercialisés ou non auprès d'une clientèle non professionnelle et sur la dénomination (ou classification) sous laquelle des OPCVM sont commercialisés.
- Il apparaît très souhaitable que tout en respectant le cadre juridique propre à chacun des produits, la commercialisation des produits financiers et d'épargne qui s'adressent à des clientèles similaires, soit régie par des règles comparables, notamment au niveau du conseil ou des informations fournies, sans distinction selon qu'il s'agit d'une vente en face à face, à distance ou à la suite d'un démarchage, afin de garantir un niveau équivalent de protection à l'épargnant-investisseur et d'éviter des distorsions de concurrence. De plus, dans la mesure où les cadres juridiques des instruments financiers présentés peuvent être perçus comme comparables par des non-professionnels (ex : OPCVM, certificats, obligations structurées…), il est souhaitable d'encourager leur convergence dans la mesure du possible.

- Enfin, il est important de souligner que le bon fonctionnement du marché intérieur des services financiers suppose que la transposition de la directive MIF dans les États membres ne conduise pas, par une application trop souple ou trop rigide de certaines de ses dispositions, à introduire au plan national, des règles qui seraient la source de distorsions de concurrence et iraient à l'encontre de l'objectif d'harmonisation maximale.

Annexes

Annexe 1 Les valeurs mobilières et OPVCM : éléments de définition 73

Annexe 2 Les différentes familles d'OPCVM 75

Annexe 3 Taux d'épargne comparés en France et en Europe 77

Annexe 4 Caractéristiques des principaux produits d'épargne accessibles aux épargnants particuliers 79

Annexe 5 Contenu des directives européennes touchant les produits d'épargne et d'investissement transposées en droit français 83

Annexe 6 La directive 2002/92/CE relative à l'intermédiation en assurance 85

Annexe 7 Avis sur les recommandations du rapport de M. Jacques DELMAS-MARSALET 87

Annexe 8 Codes de conduite professionnels 89

LES VALEURS MOBILIÈRES ET OPCVM : ÉLÉMENTS DE DÉFINITION

1. La typologie des valeurs mobilières

Les valeurs mobilières comprennent principalement deux types d'instruments financiers :

– les titres, émis par une personne morale (société privée, État, collectivité locale…), transmissibles, que l'investisseur peut acheter directement sur les marchés financiers (bourses) en s'adressant à des intermédiaires financiers (réseaux bancaires, conseillers en placements, courtiers en ligne…), et en particulier les instruments suivants :

- Les obligations sont des titres de créance représentant une fraction d'un emprunt obligataire. Elles sont remboursées à une date et pour un montant fixés à l'avance et rapportent un intérêt (coupon). Elles sont généralement négociables (et donc cessibles à un tiers) en bourse par l'intermédiaire d'une banque ou d'un courtier ;
- Les actions sont des titres de propriété représentatifs d'une partie du capital de la société qui les émet et donnant un droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires à son propriétaire. Ce dernier peut être rémunéré par des dividendes. Les actions sont négociables, et leur cession entraîne une plus ou une moins-value selon l'évolution des cours sur le marché ;

– les produits de gestion collective qui incluent les parts ou actions d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et d'organismes de placement collectif immobilier (OPCI) :

- les OPCVM sont de deux types : soit des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), soit des fonds commun de placement (FCP), agréés par l'Autorité des marchés financiers (AMF), dont l'actif est constitué d'instruments financiers (actions, obligations, autres titres de créance, parts ou actions d'organismes de placements collectifs…), mais aussi de dépôts. Les SICAV et les FCP ont un contenu identique, mais se différencient par des caractéristiques juridiques ; un FCP est une copropriété de valeurs mobilières, alors qu'une SICAV est une société anonyme dont l'objet est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Les parts d'OPCVM peuvent être achetées ou vendues à tout moment sur la base de leur valeur liquidative, c'est-à-dire la valeur calculée à partir de la valeur réelle des actifs les composant au jour de leur négociation ;
- si les OPCI se rapprochent des OPCVM de par leur structure et leur cadre juridique (elles abritent des fonds de placements et des sociétés anonymes), elles s'en éloignent par leur objet : les OPCI sont dédiés exclusivement à l'investissement direct ou indirect dans des immeubles en vue de la location.

Les valeurs mobilières peuvent être détenues directement par l'investisseur, mais aussi au travers d'autres produits d'investissement. Ainsi, les SICAV et FCP constituent un des principaux supports d'investissement des produits d'épargne retraite (comme le PERCO ou le PERP) et des produits d'épargne salariale. Les contrats d'assurance-vie multisupports distribués directement par les entreprises d'assurance ou par des intermédiaires (agents généraux, courtiers, mandataires parmi lesquels on trouve les banques) permettent également au souscripteur d'investir dans des unités de compte composées de parts de SICAV ou FCP ou de parts de sociétés civiles de placements immobiliers (SCPI). Dans ce cas-là on parle de détention « indirecte ».

2. Les avantages des OPCVM

Les OPCVM offrent de nombreux avantages à l'investisseur : ils permettent pour un investissement de départ réduit (quelques dizaines ou centaines d'euros), d'accéder à un portefeuille de valeurs diversifiées (actions, obligations du secteur privé ou d'État, OPCVM, OPCI…) géré par un professionnel (société de gestion).

Ils offrent un cadre légal et réglementaire sûr : agrément et contrôle par l'AMF, règles d'investissement permettant de diversifier les risques, contrôle du produit par un commissaire aux comptes, transparence sur les principaux indicateurs permettant d'évaluer le coût et la performance, transparence des frais (coûts de souscription, de gestion, de rachat).

3. Les acteurs de la production et de la distribution des OPCVM

Différents acteurs sont impliqués dans la gestion et la distribution des OPCVM. Leurs rôles et responsabilités sont définis dans la législation communautaire, transposée dans les droits nationaux :

- un OPCVM (SICAV, FCP) est créé par un **promoteur** qui est en charge de sa commercialisation auprès de **distributeurs** (ces derniers font partie de son réseau quand le promoteur est un organisme bancaire, ou de réseaux tiers) ;
- les **distributeurs** (réseaux bancaires, conseillers en placement, courtiers en ligne…) assurent la distribution des OPCVM auprès du grand public ;
- la **société de gestion** est chargée de la gestion administrative, comptable et financière de l'OPCVM. Elle prend les décisions d'investir en fonction de la politique d'investissement définie. La société de gestion doit être agréée par l'AMF. Pour les FCP, la société de gestion joue également le rôle de promoteur ;
- la gestion administrative et légale peut être déléguée par la société de gestion à un **administrateur de fonds** qui se charge de la gestion des SICAV et FCP, de la valorisation et de la communication (*reporting*) des opérations effectuées auprès de la clientèle ;
- le **dépositaire** est juridiquement distinct de la société de gestion. Il a pour mission de garantir la conservation des actifs des OPCVM dans l'intérêt des investisseurs, et de veiller à ce que le gestionnaire respecte les obligations qui lui sont applicables. Il assume trois fonctions majeures : la conservation des actifs, le contrôle du fonds (contrôle de la valeur liquidative, contrôle des ratios de répartition des actifs en accord avec le prospectus) et, enfin, le contrôle de la société de gestion (contrôle des procédures de gestion des risques).

LES DIFFERENTES FAMILLES D'OPCVM

L'AMF classe les OPCVM selon six familles principales qui prennent en compte la nature de la gestion et les risques que comportent les OPCVM.

Les six familles d'OPCVM	
OPCVM « actions »	Ils présentent en permanence une exposition de 60 % au moins sur le marché des actions. La valeur liquidative (le prix) de ces OPCVM suit largement à la hausse comme à la baisse, le marché des actions détenues en portefeuille.
OPCVM « obligations et autres titres de créance »	Ils évoluent sous l'influence des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés financiers.
OPCVM « monétaires »	Ils suivent un indice du marché monétaire. Ils comportent des risques de perte limités en contrepartie d'une espérance de gain limitée.
OPCVM « diversifiés »	Ils regroupent les OPCVM qui ne relèvent d'aucune autre catégorie et qui sont gérés de manière discrétionnaire.
OPCVM « fonds à formule »	Ils ont pour objectif d'offrir une performance conditionnelle. Plus précisément, les fonds à formule s'engagent à atteindre, à une date déterminée, un montant qui est obtenu par l'application d'une formule de calcul prédéfinie reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou d'instruments financiers (indice boursier ou un panier de valeurs). Dans certains cas, le capital (minoré des droits d'entrée) peut être garanti.
OPCVM « de fonds alternatifs »	Ils sont investis à plus de 10 % dans d'autres OPCVM (français ou étranger) mettant en œuvre des stratégies dites « alternatives » (à savoir une gestion décorrélée des indices de marché).

TAUX D'EPARGNE COMPARES EN FRANCE ET EN EUROPE

L'épargne représente la part des revenus non consommée des ménages qui, ajoutée à la variation de leur endettement, peut être affectée à l'acquisition de biens immobiliers ou de placements financiers.

Le taux d'épargne des ménages français (par habitant) rapporté à leur revenu disponible brut (RDB), est l'un des plus élevés parmi ceux des autres ménages européens. Il était égal à 15 % en 2005, en recul toutefois par rapport à l'année 2002 (voir tableau ci-dessous).

Le taux de placements financiers était en progression à 14,5 % du RDB des ménages en 2005, ce qui traduit une hausse de 1,3 point de pourcentage par rapport à 2002. Ce taux est relativement comparable à celui observé dans les autres pays européens, à l'exception de l'Allemagne où il est relativement faible (8,7 %) et des Pays-Bas où il est très élevé (23,3 %).

Sur la période 1990-2003, la valeur du patrimoine financier des ménages français a progressé en moyenne de 5,7 % par an, soit à un rythme sensiblement supérieur à celui de leur revenu disponible. Cette évolution a résulté aussi bien d'un phénomène de valorisation patrimoniale que d'un effort d'épargne important des ménages.

Dans certains pays tels le Danemark, le Royaume-Uni et l'Espagne, les taux d'épargne brut sont plus faibles (3 à 10 % du RDB) et les taux d'épargne financière [49] sont même parfois négatifs comme en 2005 (respectivement – 3,0 %, – 0,4% et – 2,7 %. Pour autant, ces pays ont connu des taux de placements financiers élevés (respectivement 28 %, 13,8 % et 16,4 %) grâce à de forts taux d'endettement.

Taux d'épargne des ménages en Europe

(en pourcentage)

	Taux d'épargne en pourcentage du revenu brut des ménages en 2005		Taux de placement financier			Taux d'épargne financière	
Pays	2005	Variation 2005 – 2002 en points de pourcentage	2002	2005	Variation 2005 – 2002 en points de pourcentage	2002	2005
France	15	– 1,9	13,2	14,5	+ 1,3	9,9	8,4
Allemagne	16,5	0,6	7,9	8,7	+ 0,8	6,9	8,8
Italie	15,8	– 0,2	14,7	13,6	– 1,1	11,4	8,2
Royaume-Uni	5,5	0,4	15,4	13,8	– 1,6	– 0,2	– 0,4
Pays-Bas	13,7	– 1,5	19,6	23,3	+ 3,7	4,2	0,6
Autriche	13,6	1,4	9,6	11,6	+ 2	5,5	6,6
Belgique	13,3	– 2,7	11,8	11,1	– 0,7	9,2	4,4
Espagne	10,6	– 0,8	13,1	16,4	+ 3,3	2,1	– 2,7
Finlande	6,7	– 0,3	3,5	9,7	+ 6,2	– 2,2	0,2
Danemark	2,7	– 7,1	10,7	28,0	+ 17,3	– 1,1	– 3,0

Source : Observatoire de l'épargne européenne

49 *Le taux d'épargne financière est défini comme étant égal au solde de l'épargne brute augmentée des transferts nets en capital et diminuée des dépenses faites à des fins d'accumulation (achat de biens immobiliers), rapporté au revenu disponible brut des ménages. On parle de capacité de financement si ce solde est positif et de besoin de financement s'il est négatif.*

CARACTERISTIQUES DES PRINCIPAUX PRODUITS D'EPARGNE ACCESSIBLES AUX EPARGNANTS PARTICULIERS

Produits	Objectifs	Caractéristiques	Horizon	Principales caractéristiques fiscales
Livrets d'épargne (Livret A, Livret développement durable (LDD), Livrets d'épargne populaire (LEP), livrets jeunes, comptes sur livret	Placement de liquidités	Épargne disponible à tout moment Placement sans risque. Epargne encadrée dans des plafonds variables selon le type de produits (Livret A : 15 300 € ; LDD : 6 000 €, LEP : 7 700 €, Livret Jeune : 1 600 €) Rémunération variable selon le produit (Livret A : 3,5 % au 1er janvier 2008, LDD : 3,5 % au 1er février 2008, Livret Jeune : rémunération au moins égale à celle du Livret A, LEP : 4,25 % au 1er février 2008)	Court terme	Exonération d'impôt et de prélèvements sociaux pour les Livrets A, LDD (anciennement CODEVI), LEP et Livrets Jeune. Pour les autres comptes d'épargne, au choix des clients titulaires de ces comptes, prélèvement forfaitaire libératoire de 16 % auquel s'ajoutent 11 % au titre des prélèvements sociaux ou imposition au titre de l'IR + prélèvements sociaux de 11 %.
Plans d'épargne logement (PEL) et comptes d'épargne logement (CEL)	Préparation d'un projet immobilier ou épargne à moyen terme	PEL : taux d'intérêt de 3,5 % pour les PEL ouverts depuis le 1er août 2005 Versement minimum de 540 € par an ; plafond fixé à 61 200 € (hors intérêts). CEL : Rémunération : 2,25 % l'an hors prime d'État) au 1er février 2008 à laquelle s'ajoute une prime (égale à la moitié des intérêts) versée par l'Etat en cas d'obtention d'un prêt. Versements de 300 € minimum ; plafond de 15 300 €. (hors intérêts). Retraits libres mais obligation de conserver un minimum de 300 € sur le compte.	PEL : épargne bloquée pendant une durée de 4 ans CEL : épargne bloquée pendant 18 mois	PEL : imposition au titre de l'IR et à prélèvements sociaux depuis le 1er janvier 2006 – PEL de plus de 10 ans au 1er janvier, soumission aux prélèvements sociaux applicables depuis leur création – PEL de plus de 12 ans au 1er janvier 2006, au choix du titulaire, imposition des intérêts au titre de l'IR et prélèvements sociaux, ou prélèvement libératoire forfaitaire de 16% et prélèvements sociaux CEL : exonérés d'impôt mais soumis aux prélèvements sociaux (11%).
Assurance-vie	Placement à long terme. Constitution d'un complément de retraite. Préparation d'une succession.	Sortie en rente ou capital. – Contrats en euros : capital est garanti et possibilité de recevoir une rémunération minimale fixée réglementaire – Contrats multisupports : comportant un fonds en euros et des unités de comptes (OPCVM) généralement investies dans divers instruments financiers (actions, obligations, OPCVM, fonds de fonds…).	Long terme : huit années minimum	Intérêts et plus-values exonérés d'IR dans la limite de 4 600 € (9 200 € pour un couple), si la détention est supérieure à 8 ans, soumis aux prélèvements sociaux. En cours de contrat, produits non fiscalisés (sauf pour les contrats en euros, soumis annuellement aux prélèvements sociaux). Transmission : – versements effectués avant 70 ans : capitaux transmis exonérés de droits de mutation. Non application de la taxe forfaitaire de 20 % jusqu'à 152 500€ par bénéficiaire (tous contrats d'assurance vie confondus). – versements effectués après 70 ans : exonération des primes versées jusqu'à 30 500 € pour l'ensemble des bénéficiaires, tous contrats confondus. Au-delà, application des droits de succession, selon barème.

PEP	Constitution d'un complément de retraite	Caractéristiques proches de l'assurance-vie Sortie en rente viagère ou en capital	Long terme : huit années minimum	Commercialisation arrêtée depuis le 25 septembre 2003
PERP (plan d'épargne retraite), **PERCO** (plan d'épargne retraite collectif)	Constitution d'un complément de retraite	PERP : Sortie en rente au moment de la retraite. PERCO : sortie en rente au moment de la retraite (ou en capital si l'accord collectif le prévoit)l Dans les deux types de plans, transfert possible du d'un établissement vers un autre établissement	Long terme Épargne bloquée jusqu'à la retraite. Possibilités de sortie anticipée dans quelques cas	PERP : – Versements au plan déductibles du revenu net global, au plus égal à 10 % des revenus d'activité professionnelle de l'année N-1 plafonnés à 8 fois le plafond annuel de la Sécurité Sociale de cette même année (soit une déduction maximale de 25 747 € pour 2008) ou de 10 % du plafond de la sécurité Sociale de l'année N-1 (soit 3 218 €) Disponible reportable sur l'une des trois années suivantes si les versements sont inférieurs au plafond de déductibilité. – Prestations imposées dans la catégorie des rentes viagères, pensions et retraites, selon le barème de l'IR (abattement spécial de 10 %, puis abattement de 20 %). – Exonérations de l'ISF PERCO : – Versements effectués par l'entreprise (jusqu'à trois fois le montant versé par le salarié et dans la limite de 16% du plafond annuel de la Sécurité sociale, soit 5 324 € en 2008) exonérés de cotisations sociales, mais soumis à CSG (après abattement de 3 %) et CRDS. – Versements effectués par le salarié, autres que ceux provenant de l'intéressement et de la participation (plafonnés à 25 % du revenu brut annuel) soumis à aucune exonération (non déductibilité de l'IR et imposition au titre des prélèvements sociaux après abattement de 3 %). – Si sortie en rente viagère, rentes imposables au titre de l'IR après abattement variable selon l'âge de la retraite (60 % si le retraité est âgé jusqu'à moins de 70 ans, abattement de 70 % s'il a 70 ans et plus) et prélèvements sociaux. Si sortie en capital, plus-values exonérés d'IR mais soumis aux prélèvements sociaux.
Actions, obligations	Placer un capital et réaliser des plus-values sur le long terme Obtenir des dividendes ou des coupons	Action : L'investisseur peut être rémunéré par des dividendes et effectue une plus ou moins-value en cas de revente. Obligation : L'investisseur est remboursé à une date et pour un montant fixés à l'avance, et perçoit annuellement un intérêt.	Long terme Évolution de la valeur déterminée par les marchés	Plus-values : au-delà du seuil de cession de 25 000 € d'actions ou d'obligations (depuis le 1er janvier 2008), imposition au taux fixe de 18 % auquel s'ajoutent 11 % au titre des prélèvements sociaux (soit 29 % sur l'ensemble des gains). Revenus mobiliers : – Revenus d'actions (hors PEA) : depuis le 1er janvier 2008, imposition soit par prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % auquel s'ajoutent les cotisations sociales de 11 %, soit par intégration aux revenus (IR et dans ce cas, premier abattement de 40 %,

				suivi d'un second abattement de 1 525 € pour les personnes célibataires, veuves ou divorcées et de 3 050 € pour un couple et versement des cotisations sociales de 11 %. Crédit d'impôt déductible de l'IR dans la limite de 50 % des revenus avant abattement (et plafonné à 115 € pour une personne seule et 230 € pour un couple). – Revenus d'obligations : imposition soit par prélèvement forfaitaire libératoire de 18 %, soit par intégration aux revenus (IR), et en ajoutant les cotisations sociales de 11 %.
OPCVM (SICAV, FCP)	Placer un capital et réaliser des plus-values sur le long terme (OPCVM de capitalisation) Obtenir des dividendes ou des coupons (OPCVM de distribution) Placement de liquidités	Produit d'épargne agréé par l'AMF investi dans des instruments financiers (actions, obligations…). Un OPCVM offre la possibilité d'accéder à un portefeuille de valeurs mobilières diversifiées qui est géré par un professionnel. Les parts d'OPCVM peuvent être vendues à tout moment à leur valeur liquidative.	Moyen / long terme suivant les produits Évolution de la valeur liquidative en fonction de l'évolution des actifs constituant le portefeuille	Plus-values : au-delà du seuil de cession de 25 000 € d'OPCVM de type SICAV ou FCP (depuis le 1er janvier 2008), imposition au taux fixe de 18 % auquel s'ajoutent 11 % au titre des prélèvements sociaux (soit 29 % sur l'ensemble des gains). Revenus d'OPCVM : depuis le 1er janvier 2008, imposition soit par prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % auquel s'ajoutent les cotisations sociales de 11 %, soit par intégration aux revenus (IR et dans ce cas, premier abattement de 40 %, suivi d'un second abattement de 1 525 € pour les personnes célibataires, veuves ou divorcées et de 3 050 € pour un couple et versement des cotisations sociales de 11 %. Crédit d'impôt déductible de l'IR dans la limite de 50 % des revenus, et plafonné à 115 € pour une personne seule et 230 € pour un couple.
PEA	Réaliser une épargne retraite ou de long terme.	Investissement dans des actions européennes, SICAV et FCP (investis au moins à 75 % dans des actions de sociétés établies dans l'un des Etats membres de l'Espace économique européen). Versements : libres après un versement minimal de 100 euros, plafonnés à 132 000 euros par plan et par personne. Retrait sur le PEA – avant 8 ans : clôture du plan automatique – après 8 ans : retraits autorisés, mais pas de versements possibles	Moyen / long terme	Plus-values réalisées et revenus produits : exonération si l'épargne est conservée pendant au moins 5 ans à conserver du premier versement dans le plan : Pendant la durée du plan, les arbitrages réalisés ne sont pas pris en compte dans le montant annuel des cessions du foyer fiscal. En cas de clôture du PEA avant deux ans, la valeur liquidative du plan s'ajoute au total des cessions du foyer fiscal et, si le seuil des cessions (25 000 €) est franchi, la plus-value réalisée est imposée au taux de 22,50 % (+ 11 % de prélèvements sociaux), soit au total 33,5 %. En cas de clôture du PEA entre deux et cinq ans, la plus-value est imposée dans les mêmes conditions au taux de 16 % (+ 11 % de prélèvements sociaux). Possibilité de sortie en rente défiscalisée après huit ans (hors prélèvements sociaux). Depuis le 1er janvier 2005, les pertes constatées lors de la clôture d'un PEA de plus de cinq ans son imputables sur les gains de même nature réalisés l'année de clôture et les dix années suivantes, dès lors que le seuil de cessions a été franchi et que les titres figurant dans le plan ont été cédées en totalité.

CONTENU DES DIRECTIVES EUROPEENNES TOUCHANT LES PRODUITS D'EPARGNE ET D'INVESTISSEMENT TRANSPOSEES EN DROIT FRANÇAIS

Contenu des directives « fonctionnelles »

	Services d'investissement 1993	MIF 2004-2006	Commercialisation à distance 2002	Transparence 2004	Intermédiation en assurance 2002
Périmètre produit	Services d'investissement des valeurs mobilières	Instruments financiers (actions, obligations, OPCVM…) et services d'investissement.	Services financiers de détail négociés à distance (services bancaires, d'assurance et d'investissement).	Valeurs mobilières (information sur les émetteurs dont les valeurs sont admises à la négociation).	Assurance-vie et assurance non vie
Principaux Objectifs	Libéraliser l'accès aux bourses de valeurs mobilières et aux marchés d'instruments financiers.	Accroître la concurrence (fin de la centralisation des ordres) Meilleure protection de l'investisseur par : - des dispositions sur le conseil et l'information - l'obligation d'exécution des ordres au mieux de l'intérêt des clients	Meilleure protection du consommateur (droit de réflexion + droit de rétractation de 14 jours, droits de renonciation de 30 jours en assurance–vie, annulation du paiement par carte en cas de vol, procédures de recours…).	Renforcer la transparence en imposant des obligations d'information précises et régulières aux émetteurs de valeurs mobilières.	Création d'un marché unique des services d'intermédiation en assurance. Renforcement de la protection des clients au travers des conditions d'accès à l'activité d'intermédiaire, de l'immatriculation obligatoire sur un registre, des obligations de transparence et de formalisation du conseil au client.

Contenu des directives « produits »

	OPCVM I et III 1985 et 2001	Assurance-vie refonte 2002	Prospectus 2003	Épargne 2005
Périmètre produit	SICAV et FCP	Assurance-vie	Valeurs mobilières	Épargne
Objectifs principaux	Rapprocher les conditions relatives à l'autorisation des OPCVM. Promouvoir le commerce transfrontalier. Accroître la protection des investisseurs.	Refondre en un texte unique les directives adoptées depuis 1979 et relatives au régime d'agrément et de surveillance des sociétés vie, à leur marge de solvabilité, aux informations précontractuelles, au droit de renonciation de 30 jours.	Améliorer la qualité de l'information fournie aux investisseurs par les sociétés qui souhaitent lever des capitaux dans l'Union européenne, en renforçant l'harmonisation des dispositions liées à la préparation et au contenu des prospectus. Instaurer un système d'autorisation unique pour les prospectus (« passeport »), utilisables pour la diffusion dans tous les États membres.	Permettre que les revenus de l'épargne, sous forme de paiement d'intérêts effectué dans un État membre, soient imposés conformément aux dispositions législatives de ce dernier État membre.

LA DIRECTIVE 2002/92/CE RELATIVE A L'INTERMEDIATION EN ASSURANCE

Cette directive, pleinement applicable depuis le 1er mai 2007, offre une meilleure protection des assurés lorsqu'ils souscrivent ou adhèrent à un contrat d'assurance via un intermédiaire d'assurance (agent général d'assurance, courtier d'assurance ou mandataire d'assurance).

1. **Deux mesures sont importantes : l'immatriculation obligatoire des intermédiaires d'assurance dans un registre dans l'État d'origine et la formalisation des obligations d'information précontractuelle.**

L'immatriculation obligatoire des intermédiaires d'assurance

La directive met en place une coordination plus large des dispositions nationales relatives aux exigences professionnelles et à l'immatriculation des personnes exerçant l'activité d'intermédiation en assurance. C'est pourquoi, elle pose notamment le principe de l'égalité de traitement entre les différents types d'intervenants dans la distribution de produits d'assurance.

Toutes les personnes physiques et morales qui exercent une activité d'intermédiaire d'assurance (ou de réassurance) sont tenues de se faire immatriculer dans leur État membre d'origine. L'inscription sur le registre national est soumise au strict respect d'exigences professionnelles relatives à leur compétence, leur honorabilité, leur couverture par une assurance de responsabilité civile professionnelle et leur capacité financière :

- être une personne honorable : le principe d'honorabilité, déjà présent en France pour les courtiers et agents généraux, s'impose à l'ensemble des intermédiaires d'assurance [50] ;
- disposer des capacités professionnelles requises, modulées en fonction de l'activité de l'intermédiaire et des produits distribués ;
- être couvert par une assurance de responsabilité civile professionnelle ou toute autre garantie équivalente, portant sur la responsabilité résultant d'une faute professionnelle (à raison d'au moins 1 000 000 euros par sinistre et 1 500 000 euros par an globalement) ;
- détenir une capacité financière suffisante pour protéger les clients contre l'incapacité éventuelle de l'intermédiaire de transférer les primes aux entreprises d'assurance ou de transférer aux assurés le montant des indemnisations obtenues au titre des polices souscrites.

Obligations de transparence et formalisation par écrit du conseil au client

Avant la conclusion du contrat, les intermédiaires sont tenus de transmettre au client, par écrit, un certain nombre d'informations relatives à la fois à leur identité, mais aussi à leur situation vis-à-vis des entreprises d'assurance dont ils sont susceptibles de présenter les contrats [51].

- ils indiquent à tout nouveau client leur identité, leur numéro d'immatriculation, les liens financiers éventuels avec une ou plusieurs entreprises d'assurance ainsi que leur situation vis-à-vis de l'entreprise d'assurance qui fournit le contrat proposé (existence ou non d'un lien contractuel d'exclusivité) ;
- ils précisent par écrit, avant tout engagement de la part du client, la situation du client, les exigences et besoins qu'il a exprimés ainsi que les raisons motivant le conseil fourni quant à un contrat d'assurance donné. Le niveau de précision doit être adapté à la complexité du contrat proposé ;
- s'ils se prévalent d'une analyse objective du marché, ils fournissent des informations selon les mêmes modalités, mais ont l'obligation de fonder leurs conseils pour le choix d'un contrat adapté aux besoins du client, sur l'examen d'un nombre suffisant de produits offerts sur le marché.

50 *Cette condition d'honorabilité, qui est alignée sur celle en vigueur pour les dirigeants d'entreprise d'assurance, peut être modulée en ce qui concerne les salariés des entreprises d'assurance et des intermédiaires.*

51 *L'obligation d'information ne vise pas les contrats couvrant les grands risques ou les contrats de réassurance.*

Pour ce faire, les entreprises ont mis au point, à l'attention de leurs réseaux, des outils d'aide à la formalisation du conseil au client en les adaptant à la complexité du contrat proposé. Les organisations professionnelles représentatives des agents généraux et des courtiers d'assurance ont mené auprès de leurs adhérents des actions de sensibilisation à ces nouvelles dispositions.

2. Les impacts prévisibles pour l'épargnant français

Cette directive devrait permettre, d'une manière générale, un élargissement de l'offre de produits, en même temps qu'elle renforce la protection des clients, qu'ils soient consommateurs ou professionnels.

En remédiant à la fragmentation du marché, la directive permettra en effet, aux preneurs d'assurance d'avoir accès à une gamme de produits plus étendue et à une couverture la mieux adaptée à leurs besoins ainsi qu'un meilleur rapport qualité-prix grâce à une concurrence accrue entre les intermédiaires.

- La directive débouchera aussi sur une **meilleure transparence et un niveau élevé de professionnalisme et de compétence.**

Elle exige des intermédiaires d'assurance qu'ils fournissent aux consommateurs des explications claires sur les raisons qui motivent leurs conseils quant à l'achat d'un produit d'assurance déterminé. Il y aura donc une protection accrue du consommateur qui pourra bénéficier de produits réellement adaptés à ses besoins et en adéquation avec sa situation (familiale, patrimoniale…).

- La directive contribue à accroître l'**offre paneuropéenne de produits d'assurance**.

Sur la base de leur immatriculation dans leur État membre d'origine, les intermédiaires d'assurance tels que les courtiers d'assurance et les mandataires (banques, concessionnaires automobiles …) pourront commercialiser leurs services à l'échelle transfrontalière.

AVIS SUR LES RECOMMANDATIONS DU RAPPORT DE M. JACQUES DELMAS-MARSALET RELATIF A LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS FINANCIERS, ADOPTE PAR LE CCSF LE 16 MAI 2006

Après avoir débattu du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet, le Comité consultatif a formulé le présent avis qui porte sur les seules recommandations ayant un impact direct sur les relations entre les établissements financiers (banques et assurances) et leurs clients. Cet avis ne préjuge pas des positions prises par ailleurs par chaque organisation membre du CCSF.

Compte tenu de sa mission transversale portant sur les questions bancaires, d'assurance et de produits financiers, le Comité a exprimé le plus vif intérêt pour ce rapport qui concerne l'ensemble des produits financiers et des réseaux de distribution de ces produits.

1) Le CCSF appuie les orientations générales du rapport en tant qu'elles contribuent à répondre :

- à un besoin accru d'information et de conseil des épargnants ;
- à la nécessité d'éviter autant que faire se peut les ventes abusives ou inadaptées (*mis-selling*) ;
- aux risques de distorsion de concurrence qui peuvent apparaître en matière de commercialisation tant au niveau des produits et des acteurs que des canaux de distribution ;
- aux exigences posées par le contexte juridique européen en termes de renforcement des obligations d'information et de conseil, liées à la vente de produits financiers, notamment par la directive du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

Assurer une information plus pertinente sur les produits

2) Le CCSF constate que les préconisations du rapport destinées à améliorer l'information, notamment précontractuelle, par l'identification des éléments essentiels nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision, rejoignent les travaux du Comité qui ont notamment conduit à l'élaboration de la fiche des « *questions à se poser avant de souscrire un produit d'épargne ou une assurance-vie, épargne, retraite* ». Cette fiche se distingue des documents précontractuels et contractuels puisqu'elle a vocation à constituer un outil à la disposition de l'épargnant, en amont de toute souscription**,** pour faciliter ses choix.

3) Dans le cas des contrats d'assurance vie, la question du support des éléments clés proposés dans le rapport et dont le Comité approuve le principe a été examinée en lien avec la mise en œuvre de la loi du 15 décembre 2005 qui a donné lieu, notamment, à l'arrêté du 8 mars 2006 dont il conviendra de suivre avec attention l'application.

De façon générale, la distinction à opérer au plan juridique, entre les deux types d'information — précontractuelle et contractuelle — ne devrait pas avoir pour conséquence de multiplier les supports et documents synthétiques décrivant les caractéristiques essentielles du produit souscrit, car une surabondance de documents peut nuire à la compréhension de l'épargnant.

4) Le CCSF est partagé quant à l'utilité de « scénarios-tests » élaborés pour la durée de placement recommandée et dans des hypothèses contrastées d'évolution du marché. Les professionnels ont souligné la complexité et la difficulté de mise en œuvre de tels scénarios qui ont le soutien des représentants des consommateurs.

Le Comité rappelle que les simulations qu'il a préconisées dans le cadre de sa recommandation sur le PERP de mai 2005 doivent garder un caractère purement indicatif et ne peuvent figurer que dans des documents non contractuels.

5) Le CCSF estime nécessaire que tous les frais prélevés lors de la souscription, pendant la durée de l'épargne et à l'échéance du placement, soient indiqués clairement à l'épargnant avant la signature des documents contractuels.

6) Le Comité reconnaît l'importance de la publicité sur les produits financiers, qui doit être correcte, claire et non trompeuse. Dans le cadre des travaux qu'il mène sur l'information en matière de produits financiers, le Comité approfondira les questions relatives aux meilleurs moyens de veiller à cette qualité de la publicité vis-à-vis des consommateurs, sans remettre en cause la liberté de création propre à toute publicité.

Fournir un conseil adapté

7) Le CCSF apprécie que le rapport délimite clairement le champ de l'obligation de conseil qui ne s'applique qu'aux ventes pouvant intervenir à la suite soit, d'une sollicitation personnalisée du client par le vendeur, soit d'une demande de conseil formulée par le client. Le Comité est favorable, dans ce contexte, à la généralisation de l'obligation de conseil [52] à l'ensemble des produits d'épargne et des circuits de distribution. Il est conscient que cette obligation devra s'interpréter dans le respect des choix du client et s'inscrire dans le cadre des transpositions en cours des textes européens en la matière.

8) Le Comité est favorable à ce qu'il soit gardé trace de la prestation de conseil dans le respect des règles de protection des données privées. Il souligne toutefois les lourdeurs et les coûts inhérents à cette traçabilité, notamment en matière de développements informatiques.

Mieux responsabiliser les acteurs

9) Le rapport insiste à juste titre sur la clarification des responsabilités respectives du producteur et du distributeur. Le CCSF souhaite que le consommateur soit informé clairement que pour toutes les questions qu'il est susceptible de poser à la suite de la souscription d'un produit financier, et notamment en cas de litige, son premier interlocuteur est le professionnel ou l'établissement qui lui a vendu le produit concerné. En outre, l'établissement distributeur devrait être tenu, lors de la souscription, d'informer son client des instances de réclamation et de médiation compétentes en cas de litige.

Former les consommateurs de produits financiers

10) Le CCSF estime souhaitable que des actions soient entreprises ou développées pour améliorer la formation financière des consommateurs et il se déclare disposé à mener des actions communes en ce sens, comme le suggère le rapport. Le Comité prend acte avec intérêt de la création de l'Institut pour l'Éducation financière du Public à l'initiative de l'Autorité des marchés financiers.

Améliorer le service après vente

11) Le Comité est favorable au principe général, proposé par le rapport, pour informer les investisseurs et les souscripteurs en cas de modification substantielle du produit ayant un impact pour eux. Dans l'hypothèse où les modifications proposées ne recueilleraient pas l'accord de l'épargnant concerné et sous réserve des dispositions législatives et réglementaires spécifiques à certains types de produits, une possibilité de maintien de la situation antérieure devrait pouvoir être offerte à l'épargnant sans pénalité.

Faciliter le traitement amiable des litiges

12) Le CCSF approuve, dans leurs grandes lignes, les modalités proposées par le rapport pour le traitement amiable des litiges (service central de réclamations et médiation). En cas de désaccord persistant relatif à des produits d'épargne, il importe de prévoir un dispositif de médiation, comme les recommandations européennes encouragent à le faire.

La mise en œuvre

13) Le CCSF est favorable à ce qu'une suite soit réservée aux recommandations du rapport dans le délai le plus rapide possible. Le Comité souhaite être associé aux suites données à ce rapport. La solution retenue pour la mise en place de certaines nouvelles règles régissant les relations des entreprises du secteur financier avec leurs clients aboutira, d'une part, à l'évolution de la réglementation en cours, y compris dans le cadre de la transposition de textes européens, et d'autre part, à l'élaboration de codes de bonne conduite. Les professionnels doivent pouvoir disposer d'un délai suffisant pour adapter leurs systèmes d'information internes et pour assurer la formation de leurs réseaux.

14) Le Comité approuve, dans son principe, la proposition visant à mieux assurer la représentation des consommateurs de produits financiers auprès des régulateurs. Le Comité se propose de réfléchir à ce sujet, dans le cadre d'un groupe ad hoc au sein du CCSF, en vue de propositions opérationnelles qu'il préparera en liaison avec les autres parties concernées.

52 *Sous réserve des exceptions prévues par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) rappelées dans le rapport.*

CODES DE CONDUITE PROFESSIONNELS

1. Codes de conduite de l'Association française de la gestion financière (AFG)

L'association française de la gestion financière contribue par ses règlements à la définition des règles éthiques de la gestion. Plusieurs règlements de déontologie ont été établis :

Règlement de déontologie des OPCVM (adopté en avril 1996 et modifié en avril 1997)

Ces règles de déontologie énoncent les principes que s'engagent à respecter les intervenants concernés par la gestion des OPCVM, quel que soit le type d'organisation ou de structure juridique retenu. Sont donc incluses des dispositions concernant les personnes morales « gestionnaires », à savoir : la prévention et la gestion des conflits d'intérêts, l'exercice des droits des actionnaires, les relations avec les intermédiaires, les relations avec les réseaux de distribution, les relations avec les porteurs. D'autres dispositions concernent la personne physique, « le gérant de portefeuille ». Il s'agit principalement de règles de comportement et d'éthique personnelle.

Règlement de déontologie de la gestion de portefeuille individualisée sous mandat (avril 1997)

Ces règles de déontologie énoncent les principes que s'engagent à respecter les intervenants concernés par la gestion de portefeuille individualisée sous mandat, quel que soit le type d'organisation ou de structure juridique retenu. On y retrouve, à l'instar du règlement précédent, des dispositions concernant la personne morale mandataire, « le gérant », et des dispositions concernant la personne physique.

Ainsi, dans les dispositions concernant le gestionnaire, l'on retrouve la prévention et la gestion des conflits d'intérêts et les relations avec les intermédiaires, auxquelles s'ajoutent d'autres dispositions plus spécifiques telles que les relations contractuelles entre le gestionnaire et les mandants : le mandat de gestion, les relations avec les mandants, et la commercialisation de la gestion individualisée sous mandat.

Règlement de déontologie des OPCVM : dispositions spécifiques au gestionnaire de FCPE (juin 1999)

Il s'agit de dispositions spécifiques concernant le gestionnaire de fonds commun de placement d'entreprise, y compris le cas échéant pour ses activités de teneur de comptes individuels.

Code de déontologie des sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement, de leurs dirigeants et des membres de leur personnel (juin 2001)

Ces règles de déontologie énoncent les principes que s'engagent à respecter les intervenants bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement. Sont incluses des dispositions générales applicables à tous les intervenants, telles que l'obligation de transparence et d'équité dans les relations avec les investisseurs. D'autres dispositions viennent s'ajouter, notamment sur le règlement des situations de conflits d'intérêts.

Ces dispositions générales sont complétées par des dispositions spécifiques concernant les fonds communs de placement soumis à agrément et ceux bénéficiant d'une procédure allégée : règles de répartition des investissements entre les portefeuilles gérés par l'intervenant, règles concernant les co-investissements et les investissements complémentaires, règles sur les modalités de cession de participations…

2. Codes de déontologie de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA)

Engagement relatif à l'utilisation des avances sur contrat (2000)

Il s'agit d'un engagement visant à rappeler les règles applicables et à énoncer quelques recommandations que doivent respecter les sociétés afin d'éviter toute dénaturation de l'opération, notamment dans un esprit qui serait à caractère exclusivement fiscal. Ainsi, il est rappelé que l'avance est une opération destinée exclusivement à financer un besoin momentané du souscripteur et qu'elle doit donc avoir un caractère exceptionnel. Les avances ne doivent par conséquent pas être programmées dans le contrat, ni revêtir un caractère systématique. L'avance en cours ne doit pas, en outre, être imputée sur les provisions mathématiques pour éviter qu'elle ne soit confondue avec un rachat partiel. Aucune avance ne peut être effectuée avant l'expiration du délai de renonciation prévu

par le Code des assurances. Enfin, les modalités de l'avance doivent respecter certains principes concernant le montant, la durée et le taux d'intérêt.

Engagement relatif à la communication des taux de rendement des supports en euros des contrats d'assurance-vie et de capitalisation (2000)

Les engagements concernent aussi bien l'information communiquée à la presse que la publicité et les documents promotionnels. Les engagements portent en effet sur la diffusion au public des taux de rendement des contrats à adhésion individuelle d'assurance-vie et de capitalisation, et non sur l'information des souscripteurs des contrats concernés, qui est l'objet d'une réglementation spécifique et d'engagements complémentaires par la profession. Ces engagements s'appliquent dans les communications des sociétés à destination du grand public ainsi que dans la réponse aux questionnaires transmis par la presse, afin d'améliorer la clarté et la transparence des informations que la profession diffuse sur l'évolution du rendement des contrats.

Engagement relatif à la commercialisation du PERP (2004)

Cet engagement a été élaboré afin de permettre à l'ensemble des entreprises d'apporter au public une information adaptée sur la nature spécifique de ce contrat et donner ainsi à chaque souscripteur potentiel la possibilité de choisir, dans de bonnes conditions, le contrat adapté à ses propres besoins. Les engagements portent en particulier sur l'analyse préalable de la situation du souscripteur que doit réaliser le conseiller au regard de différents éléments (situation professionnelle, autres produits détenus, proximité de la retraite…), sur l'information préalable du client et enfin sur l'obligation d'explication des mécanismes de l'enveloppe fiscale globale et de sécurisation progressive de l'épargne, et, enfin, les modalités de transferts.

Engagement relatif à la transformation de contrats d'assurance-vie ou de capitalisation en euros en contrats ou bons en unités de compte (2005)

Il est rappelé le fait que le contrat doit être adapté aux objectifs du souscripteur et être en adéquation avec la composition de son patrimoine, sa situation familiale, son âge et son horizon de placement. Le conseiller se doit, à cet effet, d'attirer l'attention du souscripteur sur la totalité des conséquences de la transformation, notamment en termes de garantie de taux et de tables de mortalité, de frais, ou en cas d'avances en cours. La décision de transformation doit en outre être matérialisée par une manifestation expresse de la volonté du souscripteur. Le plein consentement est obligatoire. Les entreprises d'assurance s'engagent aussi à délivrer l'ensemble des informations contractuelles nouvelles, à fournir une information sur les caractéristiques principales des unités de compte choisies et à accorder au souscripteur un délai de rétractation de 30 jours à compter de la date de transformation.

Engagement relatif aux contrats en unités de comptes de compte reposant sur des actifs dédiés fermes (1994)

Il s'agit de recommandations visant à rappeler que les contrats en unités de compte constituent des opérations d'assurance et que les produits proposés par les entreprises, sur la base des différents textes législatifs et réglementaires, doivent respecter les caractéristiques de ces opérations. D'autres principes complètent ces derniers ; ils concernent les contrats reposant sur des actifs dédiés fermés (c'est-à-dire des actifs, supports de contrats, dont l'accès est réservé de manière explicite ou implicite à un souscripteur ou à un nombre limité de souscripteurs ou d'adhérents).

Code de déontologie des assurances de personnes (2000)

Ce code de déontologie a pour objet d'organiser la qualité de la relation entre les assureurs de personnes et leurs clients. Il présente différentes règles allant de la présentation du conseiller en assurance de personne (se présentant au nom de la société, et devant présenter clairement à son interlocuteur l'opération qu'il lui propose) à l'obtention du consentement, en passant par les règles de conduite de l'entretien, selon qu'il s'agit d'un contrat d'assurance-vie et de capitalisation ou d'un contrat d'assurance maladie et accidents corporels.

Les entreprises bancaires adhérant en France à la Fédération bancaire française (FBF) ont validé les engagements à caractère déontologique adoptés par cette dernière en matière de commercialisation du Plan d'épargne retraite populaire et de transformation des contrats d'assurance-vie et des bons ou contrats de capitalisation en euros en bons ou contrats d'assurance vie et des bons ou contrats de capitalisation en unités de compte.

GLOSSAIRE

Termes	Définitions
Action	Titre de propriété représentatif d'une part du capital d'une société (SA ou SCA), conférant à son titulaire le droit à une quote-part des bénéfices distribués (dividende) et de vote aux assemblées générales des actionnaires.
Capital développement	Fonds d'investissement qui a pour objectif d'investir dans des d'entreprises en forte croissance.
CEBS	Committee of European Banking Supervisors.
CECB	Comité européen des contrôleurs bancaires.
CECAPP	Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions privées.
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.
Certificats	Valeurs cotées en continu en bourse qui sont investies sur des supports financiers variés, de type indices boursiers, actions, paniers de valeurs. A la différence des ETF, les certificats ont une durée déterminée de 1 à 8 ans généralement.
CERVM	Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.
CESR	Committee of European Securities Regulators.
Commissions de mouvement	Commissions facturées à l'OPCVM, à l'occasion d'opérations effectuées sur le portefeuille (achat et vente d'actions, par exemple). La société de gestion peut bénéficier de la rétrocession d'une partie de ces commissions dans les conditions prévues en partie A du prospectus simplifié.
Commissions de rachat	Appelées aussi « droit de sortie » : même principe que la commission de souscription, mais appliquée à la revente des parts.
Commissions de souscription	Appelées aussi « droits d'entrée » : il s'agit d'un montant s'appliquant au montant souscrit que l'investisseur doit payer chaque fois qu'il achète des parts.
Commissions de surperformance	Commissions qui rémunèrent la société de gestion, lorsque l'OPCVM a dépassé les objectifs fixés.
Dérivés	Contrats dont la valeur est « dérivée » de taux d'intérêt, de taux de change ou de cours d'actions ou de marchandises.
ETF	Exchange Traded Funds : fonds négociés en bourse qui reproduisent l'intégralité d'un indice ou d'un panier qui les compose. A la différence des certificats, les ETF n'ont pas une durée limitée et sont négociables en permanence.

Fonds alternatifs (*hedge funds*)	Fonds ou organisme de gestion collective fonctionnant sur le même principe que les OPCVM ou *Mutual funds* américains, mais investi dans une stratégie alternative. Contrairement aux fonds « classiques », les *hedge funds* obtiennent des performances généralement déconnectées de la tendance générale des marchés actions ou obligations.
FCP	Fonds commun de placement (voir OPCVM).
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise : organisme de placement collectif en valeurs mobilières réservé aux salariés d'une entreprise ou d'un groupe d'entreprises et destiné à recevoir leur épargne salariale. Tous les FCPE sont agréés par l'AMF.
FCPI	Fonds commun de placement dans l'innovation : catégorie particulière de FCPR ayant vocation à favoriser le renforcement des fonds propres des PME françaises dites " innovantes " (critères fixés par les textes).
FCPR	Fonds commun de placement à risques : fonds dont l'actif est composé, pour 40% au moins, de valeurs mobilières non admises à la négociation sur un marché réglementé français ou étranger (entreprises non cotées) ou de parts de sociétés à responsabilité limitée. Ils peuvent être agréés ou allégés.
Fonds garantis ou fonds à capital garanti	Fonds qui assurent aux souscripteurs de récupérer la totalité de leur investissement (hors droits d'entrée) à une échéance déterminée au départ, quelle que soit l'évolution des marchés. Ces produits (SICAV ou FCP) sont des « fonds fermés », c'est-à-dire que leur période de souscription est limitée dans le temps (de quelques semaines à plusieurs mois). Pour bénéficier de la garantie, le souscripteur doit bloquer son épargne durant toute la durée de placement prévue à l'origine, soit, en général, de trois à six ans. Dans ces fonds, l'espérance de gain est liée à l'évolution d'un indice boursier ou aux variations d'un panier d'actions.
Fonds immobiliers	Fonds qui investissent sur des valeurs immobilières cotées en bourse dont les actifs sont, dans la majorité des cas, constitués de biens immobiliers professionnels (bureaux, entrepôts, murs de magasins…).
Fonds maîtres / nourriciers	Technique qui permet de concentrer au niveau du fonds maître la gestion d'un ensemble d'actifs pour la rendre plus efficace et moins coûteuse. Le fonds nourricier est quasi exclusivement investi dans des titres du fonds maître.
Gestion collective	Activité qui consiste à collecter l'épargne d'investisseurs particuliers ou d'entreprises, pour la gérer sous la forme d'organismes de placement collectif de valeurs mobilières (de type SICAV ou FCP) avec une politique de gestion unifiée.
Gestion groupée d'actifs	Mode de gestion qui permet de gérer simultanément des actifs collectés par différents fonds, tout en maintenant une présence locale des fonds sur les différents marchés cibles.
Instruments financiers	Ensemble de titres qui comprennent les actions, les obligations, les parts ou actions d'organismes de placements collectifs, et les instruments financiers à terme ou équivalents (contrats d'option ou d'échange, dérivés…).
Manquement d'initié	Utilisation ou transmission d'une information confidentielle dite « information privilégiée » concernant une société dont les titres sont négociés sur un marché, avant que le public en ait connaissance.

Marché réglementé	Marché organisé, géré ou exploité par un opérateur de marché, et qui assure la rencontre, en son sein, des intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, selon des règles non discrétionnaires, et permet la négociation de contrats portant sur ces instruments financiers. Les marchés réglementés sont régis par des règles qui concernent leur fonctionnement et leur accès, les conditions d'admission à la cotation ou à la négociation, et qui imposent le respect d'obligations de déclaration et de transparence.
MTF (multilateral trading facility)	Système multilatéral de négociation, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché qui assure la rencontre, en son sein et selon des modalités non discrétionnaires, des intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers, admis à la négociation.
Note	Titre de créance à revenu fixe ou variable, assimilable à une obligation, d'une durée de vie de moyen terme (les notes sont généralement remboursées à échéance de 5 à 7 ans).
Obligation	Titre de créance négociable représentant une fraction d'un emprunt émis par une société de droit privée ou une collectivité publique (emprunt obligataire), et pouvant conférer à son titulaire le droit de percevoir un intérêt (coupon fixe, variable ou nul) pendant la vie de l'obligation.
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Terme qui regroupe les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), et des fonds commun de placement (FCP), agréés par l'Autorité des marchés financiers (AMF), dont l'actif est constitué d'instruments financiers (actions, obligations, autres titres de créance, parts ou actions d'organismes de placements collectifs…), mais aussi de dépôts. SICAV et FCP ont un contenu identique, mais se différencient par des caractéristiques juridiques. un FCP est une copropriété de valeurs mobilières, alors qu'une SICAV est une société anonyme dont l'objet est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Les parts d'OPCVM peuvent être achetées ou vendues à tout moment sur la base de leur valeur liquidative, c'est-à-dire la valeur calculée à partir de la valeur réelle des actifs les composant au jour de leur négociation valeurs mobilières.
OPCVM coordonné	OPCVM originaire de l'Union européenne qui satisfait aux critères posés, la directive OPCVM : elle a été agréée par l'autorité compétente d'un Etat membre en vue de sa commercialisation auprès du grand public, et a fait l'objet d'une procédure de notification auprès des autorités compétentes d'autres Etats membres en vue de sa distribution dans ces Etats.
Ordre de bourse	Ordre donné par le client d'acheter ou de vendre un actif en bourse.
Prestataire de services d'investissement	Entreprise d'investissement ou établissement de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement sur des instruments financiers.
SICAV	Société d'investissement à capital variable (voir OPCVM).
Société de gestion	Société dont l'activité habituelle est la gestion d'OPCVM prenant la forme de fonds communs de placement ou de sociétés d'investissement. Elle exerce des activités de gestion de portefeuille, d'administration et de commercialisation. En France, les sociétés de gestion sont agréées par l'AMF.

TCN	Titres de créance négociables. Cette catégorie d'instruments financiers est destinée avant tout aux professionnels des marchés financiers et revêt la forme juridique d'un billet à ordre représentatif d'un droit de créance. Ces titres ont un montant nominal élevé (supérieur à l'équivalent, en euros, d'un million de francs) et une durée de vie à l'émission comprise entre 10 jours et 7 ans.
Tracker	Fonds qui réplique la performance d'un indice et qui est coté en bourse. Il permet à l'investisseur de détenir l'équivalent de l'indice en question sans avoir besoin d'acheter toutes les actions qui composent cet indice (voir aussi ETF).
Valeur liquidative	Valeur des actifs d'un OPCVM estimés sur la base du dernier cours connu de ceux–ci. C'est sur la base de cette valeur que sont effectués les ventes et les achats d'actions ou de parts d'OPCVM. Cette valeur est publiée tous les jours ouvrés.
Valeurs mobilières	Titres émis par une personne morale (société privée, État, collectivités locales…), transmissibles, inscrits en compte, qui confèrent des droits identiques et donnent accès, directement ou indirectement, soit à une quotité de capital de l'émetteur (actions) ou à un droit de créance (obligation, titres de créances négociables de type certificats de dépôts, bons de trésorerie, bons du Trésor …). Sont également des valeurs mobilières, les parts de fonds commun de placement (FCP), les parts de fonds communs de placement immobilier (FCPI) et de fonds communs de créances.
Warrant	Instrument financier conférant à son titulaire le droit d'acheter ou de vendre un actif spécifique (actions), à un prix déterminé à l'avance, jusqu'à une date d'échéance prévue au contrat (en général de 18 à 24 mois).

LISTE DES MEMBRES DU COMITÉ DE PILOTAGE

Président :

M.	CONSTANS Emmanuel	Président du CCSF

Membres :

Mme	ARVEILLER Hélène	ACAM
M.	AUTIER Guillaume	MINEFE – DGTPE
Mme	BERREBI Barbara	GEMA
M.	de BERNIÈRES Pierre	CNAFC
M.	BERTHON Jean	FAIDER
M.	BOCQUET Pierre	AFECEI
M.	CAHEN Didier	EUROFI
Mme	CAUCHE Aurélie	AFEI
M.	de CHABOT Antoine	ASF
M.	CHAUVET Matthieu	EUROFI
Mme	COSTINESCO Françoise	FFSA
M.	DREYFUS Jean-Frédéric	CFE – CGC
M.	FUSTEC Laurent	BDF – SGCB
M.	GITTON Patrick	MINEFE – DGTPE
M.	GOURISSE Benoît	FBF
Mme	HINARD Christine	BDF – DSJ
M.	LACRESSE Emmanuel	MINEFE – DGTPE
Mme	LE RUDULIER Catherine	MINEFE – DGTPE
M.	LUCAS Xavier	AMF
Mme	MADER Reine-Claude	CLCV
M.	MAIGNE Olivier	La Banque Postale
M.	MÉRIC Thierry	La Banque Postale
M.	NOEL Marc	FBF
Mme	OKOÏ Peggy	UFCS
M.	OSEREDCZUK Arnaud	AMF
Mme	PALLE-GUILLABERT Françoise	FBF
M.	PANCHOUT Marcel	ORGECO
Mme	PERROIS Sandrine	CLCV
M.	PETIT Gilles	MINEFE – DGTPE
M.	PITHON Alain	AFG
Mme	PRAT Anne-Gaëlle	ACAM
M.	REVENU Nicolas	UNAF
M.	RODRIGUEZ Emmanuel	CSF
M.	ROSIER François	FFSA
Mme	SAHATDJIAN Christine-Marie	BDF – DGO – SEREP
M.	SAINCTAVIT Jacques	Crédit agricole SA
Mme	SOUSI Blanche	Université Lyon III
Mme	SOUVERAIN-DEZ Barbara	ACAM
M.	STOLTZ Philippe	BNP Paribas
M.	TRICOU Jean	FBF
M.	TRUCHET Marc	EUROFI

Secrétariat général du CCSF :

M.	BERNADINE Lucien	Secrétaire général du CCSF
Mme	TORREBRUNO Laura	Secrétaire générale adjointe du CCSF

LISTE DES PERSONNES CONSULTÉES

Associations professionnelles :

Mme	CAUCHE Aurélie	AFEI
Mme	COSTINESCO Françoise	FFSA
M.	JANIN Stéphane	AFG
M.	PITHON Alain	AFG
Mme	PALLE-GUILLABERT Françoise	FBF
M.	POIGET Philippe	FFSA
M.	TRICOU Jean	FBF

Institutions financières :

Mme	DURET Anne	La Banque Postale
Mme	GOUHIR Bénédicte	NYSE–Euronext
M.	HONRADO Julien	La Banque Postale
M.	MERIC Thierry	La Banque Postale
M.	NEHME Salim	CNCE
M.	POINTILLART Erik	CNCE
M.	SAINCTAVIT Jacques	Crédit Agricole SA

Autres personnalités :

M.	DELMAS-MARSALET Jacques	Collège de l'AMF

EUROFI

EUROFI est un « *thinktank* » opérationnel dédié à l'intégration de l'Europe des services bancaires et financiers qui a été créé en 2000. Il est coprésidé par Messieurs Jacques de Larosière et Daniel Lebègue. EUROFI compte parmi ses membres des institutions financières de premier plan basées en Europe y compris des institutions filiales d'entreprises américaines.

Son objectif est de contribuer à surmonter les actuelles inefficiences des produits et des marchés financiers européens auxquelles doivent faire face les professionnels, et de favoriser un dialogue constructif avec les institutions européennes. EUROFI aborde des sujets prospectifs tout comme des sujets controversés et intervient comme un intermédiaire et un catalyseur pour l'industrie. Ces actions sont menées par Didier Cahen, délégué général d'EUROFI, Jean-Marie Andrès et Marc Truchet, consultants d'EUROFI.

La spécificité d'EUROFI est de travailler avec toutes les parties prenantes d'un sujet donné, les différents types d'institutions financières comme les banques, les courtiers, les compagnies d'assurance les infrastructures de marché, les représentants des consommateurs, les Institutions de l'Union européenne (Commission, Parlement européen, Conseil, Banque centrale européenne…) et les décideurs publics nationaux, afin de contribuer à la résolution des problématiques financières auxquelles sont confrontés les industriels, voire de préciser de nouveaux concepts ou solutions institutionnels (28ème régime…). EUROFI complète donc les travaux institutionnels de la Commission ainsi que les analyses universitaires et celles menées par les associations professionnelles.

EUROFI organise chaque année un certain nombre d'événements publics pour assurer la publicité de ses recommandations, afin de permettre à ses membres et partenaires d'en débattre publiquement et de promouvoir leurs idées.

EUROFI est soutenu par des institutions financières qui l'utilisent pour tester, échanger, clarifier, développer, approfondir ou promouvoir leurs idées destinées à encourager l'intégration financière en Europe.

Voir aussi le site Internet www.eurofi.net

LISTE DES PUBLICATIONS

LISTE DES PUBLICATIONS
DU COMITÉ CONSULTATIF DU SECTEUR FINANCIER

PUBLICATIONS DU COMITÉ CONSULTATIF DU SECTEUR FINANCIER, DIFFUSÉES PAR LA BANQUE DE FRANCE (Tarifs 2008)	Périodicité	Prix HT en euros	Taux de TVA	Prix TTC en euros
Rapport annuel du Comité consultatif du secteur financier Rapport **2005** – édition 2006 Rapport **2006** – édition 2007	Annuelle	**Gratuit***		**Gratuit***
Rapports des groupes de travail du Comité consultatif : Les défis de l'industrie bancaire – Septembre 2006 Édition et mise en vente par la Documentation française				10,00
Études réalisées à la demande du Secrétariat général du CCSF et qui n'engagent que leurs auteurs				
1. L'endettement des ménages européens – Août 2005		14,22	5,50	15,00
2. La médiation financière – Décembre 2005		14,22	5,50	15,00
3. La demande des ménages en matière de crédit à la consommation et les ajustements nécessaires pour y répondre – Janvier 2006		14,22	5,50	20,00
4. Enjeux et impacts pour les épargnants français des mesures communautaires touchant aux placements financiers		14,22	5,50	15,00

Commandes		Consultation et vente au numéro
Mode de règlement	**Commandes par correspondance**	**BANQUE DE FRANCE** **Service Relations avec le public** 48, rue Croix-des-Petits-Champs 75001 Paris Heures d'ouverture : du lundi au vendredi de 9 h 30 à 16 h 00
Chèque bancaire ou postal à l'ordre de : **« Banque de France – Publications »**	**BANQUE DE FRANCE** Code courrier : 07–1050 Relations avec le public 75049 Paris Cedex 01	
Téléphone : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40		

Pour les autres publications diffusées par la Banque de France, se reporter au site Internet : http://www.banque-france.fr

ou à son catalogue des publications, diffusé par le service Relations avec le public (il peut être obtenu, sur demande, à l'adresse indiquée ci-dessus).

* Gratuit dans la limite des stocks disponibles en s'adressant directement au Secrétariat général du CCSF (Téléphone : 01 42 92 27 10) et consultable sur le site Internet : http://inbdf/ccsf/fr/index.htm ou http://www.ccsfin.fr ou http://www.ccsfin.net ou http://www.ccsfin.org

AUTRES RAPPORTS PUBLIÉS PAR LE SECRÉTARIAT GÉNÉRAL DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE ET DU COMITÉ CONSULTATIF DU CNCT DIFFUSÉS PAR LA BANQUE DE FRANCE (Tarifs applicables au 1er janvier 2008)	Périodicité	Prix HT en euros	Taux de TVA	Prix TTC en euros
Rapport du Conseil national du crédit et du titre – exercice 2001 (dernière édition en 2002)	Annuel	**gratuit**		**gratuit***
Rapport du Comité consultatif du CNCT (Exercice 2002-2003)	Annuel	**gratuit**		**gratuit***
Rapports des groupes de travail du Comité consultatif du CNCT				
1. Endettement et surendettement des ménages (1989)		14,45	5,50	15,24
2. Nouveaux travaux sur les cartes de paiement (1990)		14,45	5,50	15,24
3. Aspects juridiques de la banque à domicile et du télépaiement (décembre 1991)		14,45	5,50	15,24
4. La réforme de la législation sur l'usure : un premier bilan (décembre 1992)		14,45	5,50	15,24
5. La prévention et le traitement du surendettement des ménages (janvier 2003)		**gratuit**		**gratuit***
Rapports des groupes de travail du Conseil national du crédit et du titre				
1. Instruments d'épargne (1986)		5,78	5,50	6,10
2. Aspects juridiques des nouveaux moyens de paiement (1986)		7,22	5,50	7,62
3. Financement du développement régional (1986)		7,22	5,50	7,62
4. Incidence des technologies nouvelles sur l'activité des intermédiaires financiers (1987)		14,45	5,50	15,24
5. Aspects européens et internationaux des cartes de paiement (1988)		14,45	5,50	15,24
6. Cartes à microcircuit, télé transactions et nouveaux services (1988)		7,22	5,50	7,62
7. Coût du crédit aux entreprises selon leur taille (1988)		14,45	5,50	15,24
8. Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen (1988)		14,45	5,50	15,24
9. Modernisation et gestion sociale des établissements de crédit (1989)		14,45	5,50	15,24
10. Désinflation, épargne et endettement (1990)		14,45	5,50	15,24
11. Mesure de la productivité dans les établissements de crédit (1990)		14,45	5,50	15,24
12. Allocation des flux d'épargne (octobre 1991)		7,22	5,50	7,62
13. Évaluation technologique du système financier français (novembre 1991)		28,90	5,50	30,49
14. Le financement de la très petite entreprise (novembre 1992)		17,34	5,50	18,29
15. Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit (janvier 1993)		14,45	5,50	15,24
16. Les garanties et le crédit aux entreprises (septembre 1993)		17,34	5,50	18,29
17. Épargne stable et financement de l'investissement (mars 1994)		17,34	5,50	18,29
18. Risque de crédit (septembre 1995)		17,34	5,50	18,29
19. EDI financier et paiements (septembre 1995)		28,90	5,50	30,49
20. Bilan et perspectives des moyens de paiement en France (février 1996)		21,68	5,50	22,87
21. Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres et annexes (mai 1997)		54,19	5,50	57,17
22. Banque électronique (août 1997)		36,12	5,50	38,11
23. Le financement de l'entreprise (janvier 1999)		36,12	5,50	38,11
24. Rapport du Comité de surveillance du secteur bancaire et financier auprès de la Mission d'étude sur la spoliation des Juifs de France (2000)		21,68	5,50	22,87
25. Les aspects financiers du vieillissement de la population (mars 2001)		36,12	5,50	38,11
Études réalisées à la demande du Secrétariat général du CNCT et qui n'engagent que leurs auteurs				
1. Coût et concurrence dans l'industrie bancaire (mars 1992)		7,22	5,50	7,62
2. Les organisations interbancaires en Europe (novembre 1995)		36,12	5,50	38,11
3. Banques et non-banques dans la chaîne de valeur ajoutée du paiement (décembre 1996)		21,68	5,50	22,87
4. Enquête sur les personnes interdites de chéquiers (juin 1999)		14,45	5,50	15,24
5. L'utilisation des moyens de paiement et l'accès au crédit des bénéficiaires de minima sociaux (juin 2001)		21,68	5,50	22,87
6. L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 (janvier 2004)		14,22	5,50	15,00

Commandes		Consultation et vente au numéro
Mode de règlement	**Commandes par correspondance**	**BANQUE DE FRANCE** **Service Relations avec le public** 48, rue Croix-des-Petits-Champs 75001 Paris Heures d'ouverture : du lundi au vendredi de 9 h 30 à 16 h 00
Chèque bancaire ou postal à l'ordre de : **« Banque de France – Publications »**	**BANQUE DE FRANCE** Code courrier : 07–1050 Relations avec le public 75049 Paris Cedex 01	
Téléphone : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40		

Pour les autres publications diffusées par la Banque de France, se reporter au site Internet : http ://www.banque-france.fr ou à son catalogue des publications, diffusé par le service Relations avec le public (il peut être obtenu, sur demande, à l'adresse indiquée ci-dessus).

*Gratuit dans la limite des stocks disponibles en s'adressant directement au Secrétariat général du CCSF (Téléphone : 01 42 92 27 10) et consultable sur le site Internet : http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/index.htm ou http://www.ccsfin.fr ou http://www.ccsfin.net ou http://www.ccsfin.org

Thèmes abordés dans les rapports annuels des Comités consultatifs (CCSF et CNCT)	Exercices
Assurances	
Assurance automobile	2005 - 2006
Assurance de protection juridique	2005 - 2006
Assurance emprunteur	2005
Assurance multirisque habitation	2005
Assurance-vie (réforme des conditions d'information du souscripteur)	2005
Indice INSEE assurance multirisque habitation	2005
Dommages corporels	2005
Catastrophes naturelles	2005
Expertise après sinistre	2005
Plan d'épargne retraite populaire (PERP)	2005 - 2006
Prescription biennale	2005
Résiliation des contrats d'assurance (Loi Chatel)	2005
Crédit / Emprunt	
Application de la directive relative à l'harmonisation des législations sur le crédit à la consommation	1995/1996
Application de la réglementation de l'usure aux crédits accordés aux entreprises	2000/2001
Cautions personnelles de prêts professionnels	2000/2001
Cessation de crédit et responsabilité bancaire	1987/1988 à 1985/1986
Crédit à la consommation	1987/1988 – 1986/1987 – 2005 – 2006
Crédit aux personnes	1990/1991 – 1989/1990
Crédit immobilier (France – Europe)	2005
Durée de conservation des incidents dans le FICP	1998/1999 – 1995/1996 – 1994/1995
Endettement des ménages	1988/1989
Indemnité de remboursement anticipé	1995/1996 – 1994/1995
Livre vert de la Commission européenne sur les services financiers	2005
Modèles types d'offres préalables de crédit	2005
Projet de directive européenne sur le crédit aux consommateurs	2005
Renégociation des prêts	1993/1994
Titrisation des crédits	1987/1988
Usure	1999/2000 – 1990/1991 – 1989/1990
Médiation bancaire et financière	
Médiation bancaire en France	2002/2003
Médiation bancaire et financière	2005
Règlement des litiges - médiation bancaire	1999/2000 […] 1992/1993 2002/2003
Moyens de paiement	
Aspects juridiques de la banque à domicile et du télépaiement	1990/1991
Aspects juridiques des nouveaux moyens de paiement	1987/1988
Cartes bancaires	1993/1994 […] 1988/1989
Chèques – Recouvrement des chèques impayés	1990/1991
Étude sur les modalités concrètes de reprise et d'échange des pièces et billets en francs lors du passage pratique à l'euro	2000/2001
Incidents de paiement par chèques – information des clients	1992/1993 – 1988/1989 – 1987/1988 2005
Insaisissabilité de certaines sommes portées en compte	2000/2001

Thèmes abordés dans les rapports annuels des Comités consultatifs (CCSF et CNCT)	Exercices
Les personnes soumises à une interdiction d'émettre des chèques	1999/2000 – 1998/1999
Moyens de paiement alternatifs pour les clients sans chéquier	2005
Paiements de petits montants	1994/1995
Paiements transfrontières	1993/1994 – 1992/1993
Pédagogie bancaire à l'égard des jeunes	2005
Sécurité des chèques et des cartes de paiement	1993/1994
SEPA (Espace unique des paiements en euros)	2005
Services bancaires de base	1999/2000 – 1991/1992 – 1990/1991
Services de paiement dans le marché intérieur	2005
Utilisation des cartes bancaires dans le secteur des carburants	1995/1996
Produits financiers	
Information précontractuelle et contractuelle en matière de produits financiers	2005
Commercialisation des produits financiers	2005
Glossaire des principaux termes utilisés en matière de produits financiers	2005
Les questions à se poser avant de souscrire un produit d'épargne	2005
Surendettement / Exclusion bancaire	
Élargissement de l'accès au crédit et prévention du surendettement	2005
Lutte contre l'exclusion bancaire	2005
Surendettement des particuliers et des familles	1995/1996 à 1998/1999 – 2002/2003
Tarification	
Dates de valeur	1994/1995 – 1985/1986
Facturation des droits de garde des titres et des ordres de bourse pour les petits porteurs	1989/1990
Frais bancaires applicables aux opérations de transfert et d'échange entre monnaies nationales au sein de la zone euro	1998/1999
Frais de clôture de compte	2005
Mobilité bancaire	2005
Publicité financière	1996/1997
Tarification des services bancaires	1999/2000 – 1995/1996 – 1992/1993 1986/1987
Tenue de compte – coffres	
Certification des services bancaires	1994/1995
Comptes de « sociétés-taxis » et secret bancaire	1985/1986
Conventions de compte - conventions de services bancaires	1996/1997 – 1995/1996 – 2002/2003 2005
Liberté de prestations de services et notion d'intérêt général dans la deuxième directive bancaire	1996/1997 – 1995/1996
Lisibilité des frais bancaires et des relevés de comptes	2005
Location de coffres-forts	1987/1988
Qualité des services bancaires	1988/1989
Relations administratives entre les banques et les entreprises	1992/1993 – 1990/1991

BON DE COMMANDE

Merci de compléter ce bon de commande en lettres majuscules en reprenant les références et les prix dans les pages précédentes

Nom : ..... Prénom : .....
Raison sociale : .....
Adresse : .....
.....
Code postal : Ville : .....
Téléphone : .....
Activité : .....

N° Siret : .....

Code NAF : .....

❒ Ressortissant de l'Union européenne

N° identifiant TVA. *À défaut, la TVA française sera appliquée* : .....
Votre règlement doit être effectué Hors Taxes

❒ Non ressortissant de l'Union européenne

Votre règlement doit être effectué Toutes Taxes Comprises.

❒ Je commande les publications suivantes :

TITRE	Quantité	Prix HT	Prix TTC	TOTAL

TOTAL

Ci-joint mon règlement de ..... EUR
à l'ordre de **« Banque de France – Publications »**
Fait à ....., ... le .....
Signature :

Merci de renvoyer ce bon de commande sous enveloppe affranchie, à l'adresse suivante :

BANQUE DE FRANCE
07-1050 – Service relations avec le public – 75049 PARIS CEDEX 01

Tél. : 33 (1) 42 92 39 08 – Fax : 33 (1) 42 92 39 40
Heures d'ouverture :
du lundi au vendredi : 9 h 30 à 16 h 00