



LA COB LANCE UNE CONSULTATION PUBLIQUE SUR LA REGULATION DES OPCVM A FORMULE

Les OPCVM à formule, souvent présentés comme des fonds garantis, sont aussi appelés fonds à promesse ou fonds structurés. Ces OPCVM, dont la caractéristique est d'offrir une performance conditionnelle dont les paramètres sont prédéfinis en fonction des évolutions des marchés financiers, connaissent actuellement un développement très important, utilisant des techniques d'ingénierie financière de plus en plus sophistiquées.

Les concepteurs de ces produits rencontrent un très large succès auprès des épargnants qui apprécient l'attrait de produits conjuguant une exposition sur le marché des actions avec différentes formes de garanties ou de protections d'une partie du capital ainsi que la transparence sur leur rendement et auprès des promoteurs d'OPCVM et d'instruments financiers dérivés et des réseaux de distribution, qui trouvent là des produits adaptés à leur mode de commercialisation.

Dans le même temps, ces fonds présentent des spécificités en terme de fonctionnement, de technique financière utilisée, de valorisation et surtout d'information de l'investisseur, qui justifient que le cadre de régulation des OPCVM puisse leur être adapté.

C'est dans ce contexte que la Commission a décidé le lancement d'une consultation publique sur la base du document publié ci-après qui cherche en premier lieu à décrire plus précisément la nature et le fonctionnement de ces OPCVM pour ensuite identifier les questions spécifiques qu'ils peuvent poser et les orientations envisagées.

Les observations ou suggestions, notamment des professionnels et investisseurs, feront l'objet d'une synthèse que la Commission rendra publique. Pour pouvoir être pris en compte, ces éléments devront parvenir à la Commission **au plus tard le 15/09/2002** par message électronique adressé à : rel-pub@cob.fr

I – Présentation des OPCVM à formule

Il s'agit d'OPCVM¹ qui s'engagent à délivrer, à une échéance déterminée, une performance conditionnelle en fonction de l'évolution d'un indice, d'un panier d'indices ou de valeurs ou d'une composante de ces indices ou valeurs². Cette performance promise (la « formule ») fait en outre l'objet d'une garantie délivrée par un tiers, la société de gestion ne pouvant pas s'engager sur ses fonds propres vis-à-vis de l'investisseur³.

Le contrat d'échange (swap) est l'outil privilégié pour la structuration de ces OPCVM. L'OPCVM est le plus souvent investi en produits de taux ou en titres éligibles au PEA et échange la performance de son actif contre celle décrite dans la promesse avec une contrepartie, celle-ci devant évidemment se couvrir pour gérer son propre risque.

La gestion porte essentiellement sur le montage financier, le choix et la mise en place du contenu de la promesse, de la contrepartie elle-même et des frais applicables. En cours de vie de l'OPCVM, l'activité de la société de gestion est restreinte aux opérations mécaniquement induites (par exemple liées à des sorties, à une reconstitution de l'indice de référence) et à la valorisation.

Ces OPCVM sont donc gérés de façon passive : quoiqu'il arrive entre la création du fonds et l'échéance prévue pour la livraison de la performance, la société de gestion n'interviendra pas, même si l'évolution de la valeur liquidative – c'est à dire en l'occurrence la valeur du contrat de swap passé entre l'OPCVM et la contrepartie – s'avère défavorable pour les porteurs. En effet, même si réglementairement cette possibilité reste ouverte – les contrats doivent pouvoir être dénoncés à tout moment par le gérant – la société de gestion prendrait alors un risque significatif de ne pouvoir honorer la promesse sur laquelle elle s'est engagée.

Deux types de sous-jacents sont principalement utilisés :

- les indices ont été les premiers à être proposés. Certains grands réseaux restreignent leur offre à ces sous-jacents en considérant que la commercialisation de produits non indiciels présente plus de risques ;
- les paniers d'actions peuvent être, de manière simple, des paniers fixes qui restent stables sur la durée de vie du fonds et dont la performance finale est une moyenne arithmétique des cours constatés, ou bien des « paniers fondants » qui éliminent certaines valeurs en cours de vie du fonds selon des critères prédéterminés, ou encore des « paniers à cristallisation » qui figent le cours de certaines valeurs selon des conditions préétablies pour toutes les dates de constatation ultérieures.

¹ de fait, principalement des fonds communs de placement, la structure de SICAV paraissant peu adaptée.

² L'AFG-ASFFI propose de les définir comme des fonds dont la valeur liquidative, à l'expiration d'une période donnée, est déterminée en fonction de critères définis à l'avance dans sa notice d'information et garantie par un tiers

³ Le cadre dans lequel des fonds à formule pouvaient être garantis a été précisé en France depuis plusieurs années : les OPCVM doivent bénéficier d'une garantie formelle par un tiers régulé à cet effet, distincte du contrat de swap, cohérente avec l'objectif de gestion et le contrat de swap. Par ailleurs, la classification « garanti ou assorti d'une protection » est réservée aux OPCVM garantissant l'intégralité du montant initial de la souscription. Il convient de bien distinguer les deux notions présentées ci dessus, la première étant matérialisée par un contrat liant le garant à l'OPCVM, la seconde ayant trait à la nomenclature des OPCVM.

Pour mieux appréhender les différentes logiques mises en œuvre dans les fonds à formule, deux types peuvent être distingués :

- les fonds « participatifs » qui offrent une participation à une performance portant sur des paniers d'instruments financiers ou des composantes d'instruments financiers (au plus simple, un OPCVM offrant 70 % de la hausse du CAC 40 ou de la hausse moyenne d'un panier de valeur, avec une garantie à 100 % du capital). Ces fonds peuvent jouer sur la proportion protégée du capital pour accroître le taux de participation (voire pour proposer un taux de participation substantiellement supérieur à 100 %) ;
- les fonds à « coupon » ou à « barrière » pour lesquels le revenu ou la performance sont préfixés en valeur absolue et conditionnels à la réalisation de certains événements sur des valeurs mobilières ou indices. Ainsi, peut être présenté l'exemple simple et théorique d'un OPCVM offrant 200 % de sa valeur initiale si aucune action d'un panier de 12 actions n'a baissé de plus de 30 % par rapport à son cours initial et 95 % du capital souscrit sinon.

Les OPCVM à formule sont une déclinaison ou une combinaison des ces deux logiques (participative et à barrière), parfois agrémentés de sophistications (par exemple un panier fondant). Il faut souligner que des variations de la formule apparemment mineures aux yeux d'investisseurs non avertis peuvent en réalité en modifier substantiellement l'économie.

Ces fonds sont apparus il y a 12 ans, avec l'émergence des OPCVM faisant l'objet d'une garantie. Leur place dans la gestion française s'accroît aujourd'hui très rapidement avec l'évolution défavorable des marchés actions. Un article au bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse leur a été consacré en avril 1992, précisant le cadre dans lequel ces OPCVM pouvaient être agréés en insistant sur la nécessité d'un encadrement spécifique de la commercialisation.

Leur marché est essentiellement celui des particuliers et passe aujourd'hui massivement par les grands réseaux bancaires, même si l'assurance vie en unités de compte est également un des véhicules privilégiés de diffusion.

Le dynamisme de la création de ce type d'OPCVM est flagrant puisqu'ils représentent près du quart des agréments d'OPCVM généraux délivrés actuellement. Il est probable qu'aujourd'hui, ils représentent une part considérable de la collecte en OPCVM des grands réseaux. Les raisons de ce succès correspondent à une logique de demande et une logique d'offre :

- ils sont conçus pour répondre à certaines des attentes des investisseurs particuliers⁴ qui recherchent à la fois la sécurité (par l'intermédiaire de la garantie qu'elle soit totale ou partielle) et le rendement potentiel lié à l'exposition au risque action. Les difficultés rencontrées sur les marchés financiers ces deux dernières années et la forte volatilité qui leur est liée ont sans doute favorisé ce type de fonds ;

⁴ De plus en plus, on note toutefois l'apparition de produits structurés construits sur mesure à la demande d'investisseurs institutionnels.

- la standardisation de la structuration financière passive de ces fonds présente un double intérêt pour les professionnels : elle permet à certains grands établissements de la place de vendre très largement leur savoir-faire sur les dérivés actions via le véhicule populaire qu'est l'OPCVM, elle permet de concentrer la gestion effective de la couverture des formules au niveau des salles de marché des grandes banques.

Ainsi, le développement des fonds structurés et la complexité croissante des formules appellent une attention particulière en terme de risques encourus par l'investisseur et de l'information qui lui est délivrée ainsi qu'en terme d'analyse de la structure financière proposée notamment au regard des principes des OPCVM à vocation générale.

II – Les orientations proposées par la Commission des opérations de bourse

La diffusion de véhicules d'investissement structurés peut se faire soit via des titres de créance (certificats ou BMTN) soit via des OPCVM. Le recours au cadre des OPCVM, qui s'est particulièrement développé en France, peut présenter certains avantages pour l'investisseur si d'une part celui-ci est correctement informé de la nature du produit et d'autre part si les règles propres aux OPCVM sont respectées (en matière de dispersion des risques, de méthode de valorisation et de possibilité de sortir à tout moment...).

La Commission ouvre une consultation sur les propositions qu'elle a élaborées à la suite de nombreux contacts bilatéraux avec les principaux intervenants de la place concernés par ce type de produits. La Commission est consciente que ce segment important de la gestion française promeut des produits spécifiques et souhaite arrêter des règles adaptées offrant une bonne sécurité opérationnelle et juridique pour le développement de ce marché tout en renforçant la protection de l'investisseur et sa bonne information.

Les axes de réflexion proposés sont au nombre de cinq :

- 1/ créer une catégorie spécifique pour ces OPCVM et les appeler « OPCVM à formule ».
- 2/ favoriser une meilleure compréhension par les investisseurs des engagements pris dans le cadre des OPCVM à formule.
- 3/ réaffirmer et préciser dans ses modalités la possibilité pour le porteur de sortir à tout moment de l'OPCVM à formule sur la base d'une valeur liquidative publiée.
- 4/ préciser, pour les fonds à formule, les obligations à la charge de la société de gestion dans le cadre général des OPCVM.
- 5/ réguler la gestion du risque auquel est exposé le porteur afin de concilier le meilleur niveau de protection des porteurs et les contraintes spécifiques de ce type de produit.

1/ créer une catégorie spécifique pour ces OPCVM et les appeler «OPCVM à formule »

Pour cette catégorie, l'association professionnelle de la gestion, l'AFG-ASFFI, propose de les appeler fonds à formule. Cette dénomination a été retenue tout au long de cette consultation. Toutefois, on constate dans la pratique différentes dénominations concurrentes : fonds structurés, fonds à promesse, fonds à performance conditionnelle voire fonds garantis.

L'objectif de cette appellation est en premier lieu d'utiliser collectivement la même dénomination entre les professionnels, les épargnants et le régulateur.

Il est en second lieu indispensable de bien distinguer la notion de fonds à formule des fonds garantis, catégorie actuelle de la classification COB avec laquelle le recoupement est très imparfait (moins de la moitié des fonds garantis sont des fonds à formule et seuls les deux tiers actuellement des fonds à formule sont classés garantis, les autres étant le plus souvent classés en « diversifié », ce qui n'a guère de contenu informatif).

QUESTION N°1 :

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

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

Cette identification serait faite par une catégorie spécifique au sein de la classification actuelle qui pourrait être, si on reprend la proposition de l'AFG-ASFFI « OPCVM ou fonds à formule ». Eventuellement, cette catégorie pourrait elle-même distinguer les fonds avec une garantie d'au moins 100 % du capital initial des autres.

QUESTION N°2 :

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

2/ favoriser une meilleure compréhension par les investisseurs des engagements pris dans le cadre des OPCVM à formule

Le dynamisme et la créativité de la place ont favorisé une complexité croissante des formules mises en œuvre par ces OPCVM. En outre, la vente de ces produits (et la rédaction des documents commerciaux, souvent plus utilisés que la notice) se fait essentiellement en focalisant l'attention des souscripteurs sur l'hypothèse de gain la plus favorable et, le cas échéant, sur l'existence d'une garantie en capital.

Les rubriques de la notice d'information ont été normalisées par une instruction de la COB. Cette instruction, conçue pour des OPCVM pratiquant une gestion active, n'a pas été adaptée aux OPCVM à formule malgré la complexité du produit.

Lors de l'instruction des dossiers d'agrément de ces OPCVM, le travail de la Commission des opérations de bourse, a porté plus particulièrement sur la qualité informative de leur notice, qui doit être remise au souscripteur potentiel préalablement à son acte de souscription.

La Commission souhaite aujourd'hui formaliser les informations requises sur le produit, sa formule, le fonctionnement de la garantie et le montage financier. Dans la pratique, la Commission demande déjà, outre les informations prévues par l'instruction, les rubriques et mentions suivantes :

Pour la rubrique « objectif de gestion » :

- L'objectif de gestion présente les grands principes de la formule. Cette rédaction doit rester simple et permettre d'apprécier en une phrase synthétique l'objectif de la structuration. Le détail du mécanisme, parfois complexe, est précisé dans la description de la garantie.
- En cas d'existence d'un panier d'actions, il faut indiquer pour chacune d'entre elle le nom, la place de cotation, le secteur d'activité. Les circonstances et conditions de substitution éventuelle d'un sous-jacent disparaissant doivent être précisées.

Pour la rubrique « garantie » :

- Dans la description de la garantie, la valeur liquidative de référence doit correspondre soit à une date précise soit, s'il existe une période de souscription s'étendant sur plusieurs valeurs liquidatives (VL), à la VL la plus haute de cette période.

Cela permet de prendre en compte le risque de diminution de la VL pendant la période de souscription qui échapperait au processus de garantie.

- La garantie fait l'objet d'une description détaillée, y compris sous une forme littérale, la compréhension du produit ne devant pas dépendre de la compréhension d'une formule mathématique.

- La description de la garantie est accompagnée de tableau(x) d'exemples avec différentes hypothèses de marché. Ces tableaux semblent avoir été un apport significatif en terme d'intelligibilité des OPCVM, ces exemples permettant de vérifier le sens des explications littérales.
- Il n'existe pas de cas d'annulation de la garantie non justifiés.
- Il est obligatoirement mentionné la phrase suivante : « en dehors de la date de mise en jeu de la garantie, la VL soumise à l'évolution des marchés, peut être différente de la VL garantie ». En cas d'indiciel, il est ajouté : « La valeur liquidative [est /peut-être] décorréllée de l'indice X, Y ».

Cette mention a pour but d'attirer l'attention du porteur sur la décorrélation possible entre l'évolution de la valeur liquidative et l'investissement et/ou l'exposition de l'OPCVM.

- Ce qui advient à la fin de la garantie (dissolution, transformation, etc..)

Il est proposé en outre :

- d'adapter la rubrique actuelle de l'orientation des placements sur sa dénomination et son contenu afin qu'elle retrace clairement la description du montage, la description de la formule étant faite au niveau de l'objectif de gestion et de la garantie.
- de décrire dans la rubrique de l'objectif de gestion l'anticipation de marché sous-jacente au choix de la formule, en particulier l'analyse du gérant sur le choix des sous-jacents et la construction de la formule ainsi que l'hypothèse de marché permettant potentiellement d'obtenir le gain le plus élevé.

QUESTION N°3 :

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

La Commission des opérations de bourse entend aussi favoriser une certaine normalisation des documents publicitaires. En effet, ceux-ci représentent le support privilégié pour la commercialisation, parfois plus important que la notice réglementaire.

A cet égard, on peut rappeler que l'article L214-12 du Code Monétaire et Financier dispose que « la COB définit les conditions dans lesquelles les OPCVM doivent informer leurs souscripteurs et peuvent faire l'objet de publicité ou de démarchage. »

QUESTION N°4 :

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

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



Par ailleurs, la réflexion doit être poursuivie avec la profession par la préparation d'une « charte de commercialisation » de ces produits de façon notamment à prévenir les risques de commercialisation abusive ou erronée.

QUESTION N°5 :

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

3/ réaffirmer et préciser dans ses modalités la possibilité pour le porteur de sortir à tout moment de l'OPCVM à formule sur la base d'une valeur liquidative publiée

Le droit, pour l'investisseur de sortir à tout moment de l'OPCVM est garanti par le droit communautaire comme par le droit national. Il doit être préservé car il constitue l'avantage central de l'OPCVM par rapport à d'autres produits structurés. Cette exigence soulève les questions suivantes :

- l'application de frais de rachats élevés observée dans certains OPCVM à formule doit conduire à un avertissement systématique et préalable de l'investisseur ;
- les contrats à terme structurés utilisés sont souvent très spécifiques et complexes. Pour protéger une sortie de l'investisseur à des conditions équitables à tout moment dans la vie du fonds, la société de gestion doit se doter des moyens nécessaires à la valorisation de ces contrats. Il est rappelé à cet effet les termes de l'instruction COB du 15 décembre 1998 :

« Une société de gestion utilisant ces techniques doit disposer effectivement et en permanence des moyens techniques et humains adéquats et mettre en place les procédures adaptées, en vue de la gestion de ces instruments comme du contrôle effectif de leur valorisation. Ainsi, la valorisation des opérations de gré à gré ne saurait reposer sur la seule utilisation de la valorisation établie par la contrepartie ou de variables fournies par elle seule. Une méthode de comparaison entre plusieurs valorisations doit être au minimum mise en place. Le modèle de valorisation utilisé sera documenté et mis à disposition des commissaires aux comptes et du dépositaire. »

- les rachats avant l'échéance du fonds se font fréquemment sur la base d'une rémunération éloignée de la formule du fonds, telle qu'elle a été décrite à l'investisseur lors de sa souscription et qui n'est garantie qu'à la date d'échéance de l'OPCVM. En effet, la valorisation en cours de vie, et notamment au début, sera essentiellement sensible aux composantes taux de l'investissement sous-jacent au contrat et non aux composantes actions ou optionnelles.

Il est donc proposé d'étudier une amélioration de l'information de l'investisseur.

QUESTION N°6 :

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

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

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

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

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

Si la possibilité de sortie à tout moment constitue un des principes de base du droit des OPCVM, la liberté de souscrire à tout moment n'est pas prescrite par la directive, même si elle est très générale en France en application des articles L214-15 et L214-20 du code monétaire et financier :

« ...Les actions de la SICAV sont émises et rachetées à tout moment par la société à la demande des actionnaires et à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon le cas, des frais et commissions... »

« ...Le fonds commun de placement, qui n'a pas la personnalité morale, est une copropriété de valeurs mobilières dont les parts sont émises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon les cas, des frais et commissions... »

Or l'OPCVM à formule, pour un fonctionnement correct, doit, en général voir ses parts être souscrites au cours d'une plage précise de lancement (souvent 1 à 3 mois suivant la constitution du fonds) et être rachetées à la date précise de liquidation du fonds (qui dans les exemples récents s'étalent sur une durée comprise entre 18 mois et 10 ans, mais est le plus souvent comprise entre 5 et 8 ans).

L'absence de nouvelle souscription au cours de la vie du fonds est souvent assurée par une cessation totale de la commercialisation active, un plafonnement du nombre de parts dans la notice et des droits d'entrée majorés et dissuasifs en dehors de la période de souscription initiale.

La possibilité pour les OPCVM garantis de prévoir un plafonnement de leurs actifs a été précisée dans un article du Bulletin COB d'avril 1992. Cet article précise que la limitation en encours ou en nombre de parts a pour but de poursuivre deux objectifs : ne pas engager le garant dans des proportions qu'il n'avait pas envisagées et préserver l'intérêt des porteurs. Le plafonnement du nombre de parts doit cependant être annoncé dès la création de l'OPCVM.

Elargir la possibilité de fermer la souscription à un OPCVM (au-delà d'un plafonnement a priori du nombre de parts) ne semble guère poser de problème en soi. Au demeurant, certains pays (Allemagne, Luxembourg) prévoient explicitement la possibilité de fermer un OPCVM à la souscription à tout moment.

QUESTION N°7 :

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

4/ préciser, pour les fonds à formule, les obligations à la charge de la société de gestion dans le cadre général des OPCVM

En premier lieu, une société de gestion d'un OPCVM à formule doit se doter de moyens en adéquation avec l'intervention sur ces produits complexes : cela a déjà été rappelé sur le point de la valorisation.

Elle doit notamment avoir l'expertise et les moyens nécessaires pour l'évaluation de la performance du contrat de swap, au travers notamment de sa composante statistique (volatilité des sous-jacents, éventuellement matrices de corrélation des valeurs du panier) mais aussi au travers de la sélection des valeurs dans le cas de fonds à paniers.

Il est important que dans ce cas le choix des valeurs ne relève pas uniquement de choix marketing (quelles sont les valeurs les plus attractives pour l'investisseur potentiel) ou des choix de la contrepartie (quelles sont les valeurs les plus appropriées pour la construction du contrat de swap et de ses couvertures), mais qu'il intègre une valeur ajoutée en terme de gestion (analyse intrinsèque des valeurs composant le panier dans le souci de la primauté de l'intérêt de l'investisseur).

Il serait au demeurant intéressant que cette capacité d'analyse permette d'améliorer l'information de l'investisseur sur la formule qui lui est présentée en lui communiquant d'une part les éléments justifiant de sa construction (analyse économique et financière) et d'autre part la pondération des probabilités que la société de gestion peut évaluer selon les principaux scénarios de performance finale du fonds.

En effet, le souscripteur potentiel n'est souvent pas en mesure d'évaluer le couple réel risque-rendement des produits qui dépend de paramètres tels que la volatilité des valeurs/ de l'indice, la corrélation (dans le cas d'un fonds à panier) et les perspectives d'évolution du cours des valeurs / de l'indice sur la durée de la promesse.

Si les deux premiers paramètres peuvent être approchés sur la base de données historiques collectées auprès de prestataires externes et indépendants, les perspectives d'évolution ressortent d'une analyse et d'une appréciation propre au gérant, par définition plus délicate et subjective.

QUESTION N°8 :

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

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

Par ailleurs, le choix des contreparties de l'OPCVM semble devoir se placer dans le cadre du règlement de déontologie des OPCVM de l'AFG-ASFFI. Ce règlement, approuvé par la Commission des opérations de bourse en 1997 comporte les deux articles suivants :

« 18° Le choix des intermédiaires, après consultation des gérants de portefeuille, implique le pluralisme. Il exclut donc tout monopole réservé aux activités d'intermédiation du groupe promoteur. Lorsque le recours à un intermédiaire unique pour certains types d'opérations se justifie, il doit répondre à des considérations de sécurité compatibles avec l'intérêt des porteurs.



19° Le choix des intermédiaires doit être réalisé sur la base de critères objectifs prenant notamment en considération la qualité des services rendus. Parmi ces critères, les règles de déontologie propres aux intermédiaires, la séparation des activités pour compte propre et pour compte de tiers notamment, doivent être prises en compte. Ce choix doit être régulièrement soumis à un nouvel examen. »

La Commission des opérations de bourse estime que le recours à une mise en concurrence systématique pour la sélection de la contrepartie des contrats de swaps garantirait le respect du principe d'indépendance de la société de gestion vis à vis de ses prestataires de service.

QUESTION N°9 :

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

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

5/ réguler la gestion du risque auquel est exposé le porteur afin de concilier le meilleur niveau de protection des porteurs et les contraintes spécifiques de ce type de produit

La nouvelle rédaction du décret 89-624⁵, a cherché à prendre en compte cette préoccupation en prévoyant les dispositions suivantes :

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

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

Ce décret a donc fixé les principes suivants :

- il a en premier lieu affirmé la règle selon laquelle le principe de dispersion des risques s'appliquait notamment aux titres détenus en direct dans le portefeuille de l'OPCVM mais aussi aux actifs sous-jacents aux contrats à terme utilisés par celui-ci. Cette règle de dispersion des risques est un des apports fondamentaux de la gestion collective, elle est notamment utilisée pour la définition même d'un OPCVM au plan européen⁶. Elle se traduit d'ordinaire par un ratio simple selon lequel le portefeuille de l'OPCVM ne peut être investi à plus de 5 % en titres d'un même émetteur. Un certain nombre de dérogations se superposent à ce ratio et notamment celle qui autorise à porter ce ratio de 5 % à 10 % pour au maximum 40 % de la valeur du portefeuille ;
- en second lieu, il a établi un cadre différent pour le fonctionnement des contrats à terme fondés sur des indices de ceux fondés sur un panier de valeurs, en n'assujettissant pas les premiers à la règle de division des risques que doivent respecter les seconds ;
- il a fixé une modalité particulière de la règle de dispersion des risques lorsque le contrat à terme a pour objectif la « *garantie de performance, de revenu ou de capital* », ce qui correspond exactement aux contrats de swap structurés utilisés par les fonds à formule. Il est en effet prévu dans ce cas que « *l'exposition au risque est calculée par référence à la valeur de l'actif sous-jacent à la date de conclusion du contrat* ».
- il a posé le principe de la division des risques de contrepartie pour les fonds coordonnés.

⁵ Décret paru le 26 février 2002, modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989, pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

⁶ Un OPCVM est défini à l'article 1^{er} de la directive de 1985 comme étant un organisme « *dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières et/ou dans d'autres actifs financiers liquides visés à l'article 19, des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques.* »

Il appartient au régulateur de préciser l'interprétation de ces dispositions dont la lettre n'est pas limpide en prenant en compte les considérations suivantes:

- compte tenu du fait que l'OPCVM offre comme avantage sur d'autres véhicules (EMTN ou certificats) l'existence d'une règle de division des risques de contrepartie, il serait logique que ce principe soit étendu à l'ensemble des fonds tous souscripteurs et non aux seuls OPCVM coordonnés.

QUESTION N°10 :

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

- la gestion passive des fonds à formule interdit à la société de gestion de prendre en compte des évolutions particulièrement adverses de marché et ne lui permettent pas de réajuster sa politique en conséquence afin de protéger l'intérêt de l'investisseur. Quoiqu'il arrive, et parfois sur une durée longue (jusqu'à dix ans), celui-ci restera exposé à la formule telle que prévue initialement, sans que la société de gestion ait la possibilité de 'corriger le tir'.
- en raison de leur spécificité, les fonds à formule, peuvent par nature être très sensibles, à un moment ou un autre, à l'évolution d'un de leur sous-jacent sans, par définition, avoir la possibilité de réajuster à tout moment leur position en raison de leur nature même et de leur gestion passive.

Deux orientations doivent donc être étudiées dans cet esprit :

Il est en premier lieu possible d'obtenir de façon directe et assez générale un profil plus prudent des fonds à formule en généralisant une exigence de garantie intégrale du capital nominal initial.

En effet, cette garantie intégrale du capital n'est aujourd'hui proposée que pour les deux tiers des fonds à formule.

Echapperaient toutefois à cette exigence les fonds n'utilisant pas la modalité particulière de calcul de la division des risques à la date de conclusion des contrats, ce qui concerne les fonds à formule sur indices, puisque les contrats sur indices ont été explicitement sortis de la règle de dispersion des risques par le décret, de façon cohérente avec la nouvelle directive européenne puisque l'on considère qu'ils intègrent organiquement une dispersion des risques ;

QUESTION N°11 :

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

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

Il faut en second lieu préciser les modalités de calcul prévues par le décret, dont les dérogations (alinéas 3 et 4 de l'article 2) prévues ne peuvent s'appliquer qu'aux fonds à formule, sur les quatre points suivants :

Il est possible, pour le dénominateur du calcul de la dispersion des risques de retenir la valeur liquidative à la date de conclusion du contrat : en effet, à cette date et dans un fonds à formule, on ne peut connaître avec certitude que le montant souscrit⁷. Cette valeur correspond à la valeur liquidative servant de base au calcul de la garantie ou valeur liquidative de référence.

1. Par ailleurs, il est envisagé de prendre en compte la garantie en capital octroyée dans l'OPCVM. En effet, on peut considérer que la partie en risque du contrat ne couvre que la partie du capital souscrit qui n'est pas couverte par la garantie, celle-ci étant au demeurant gérée en coupon zéro par la contrepartie. Par exemple, dans le cas d'un fonds à formule à 6 ans garanti à 100 %, la part en risque peut être estimée à 22 %, le solde, à savoir 78%, représentant le coût du zéro coupon à la date de conclusion du contrat ayant pour échéance celle de la garantie.
2. L'estimation du risque porté sur les composantes optionnelles du contrat à terme soulève une difficulté particulière : le décret, en faisant référence à la valeur de l'actif sous-jacent, semble inciter à prendre en compte le montant nominal de ces composantes optionnelles, ce qui paraît exagérément restrictif. Il est envisageable de se référer à la directive qui dispose qu'un OPCVM peut investir dans des instruments financiers dérivés pour autant que « *les risques auxquels sont exposés les actifs sous-jacents n'excèdent pas les limites d'investissement* ».

Cette approche amènerait donc plutôt à prendre en compte les risques d'exposition aux actifs sous-jacents des contrats optionnels et à les plafonner dans le cadre des règles générales des OPCVM (5% de l'actif, pouvant être porté à 10 % pour quatre émetteurs). Ainsi, le plafond de 5 % par émetteur dans l'exemple évoqué ci-dessus (d'un fonds garanti à 6 ans), reviendrait à limiter l'exposition au risque émetteur à 22,5 % de la part en risque sur son capital initial (i.e. net de la valeur actualisée de la garantie, soit 22 %).

3. Enfin, un certain nombre de fonds à panier de valeurs et à barrière ont une formule du type : 200% du capital initial si aucune des actions du panier n'a baissé de plus de X% aux dates de constatation fixées et 100 % sinon. Il faut considérer dans ce cas que les risques s'ajoutent entre les différentes valeurs du panier et ne se dispersent pas. En clair, un plus grand nombre de valeurs dans le panier n'est pas un facteur de diminution du risque mais bien un facteur d'augmentation de celui-ci. Dès lors il paraît normal de plafonner le risque propre à chaque actif sous-jacent de façon indépendante.

QUESTION N°12 :

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

⁷ Il semble en outre logique de lire en ce sens la disposition susmentionnée du décret 89-624.