

La régulation des OPCVM à formule

PARIS, LE 11 DÉCEMBRE 2002

RELEVÉ DE DÉCISION ET SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE LA
CONSULTATION PUBLIQUE

Introduction

La Commission des opérations de bourse a lancé une consultation de place sur la régulation des fonds à formule en août 2002¹.

Ces fonds sont apparus il y a 13 ans, avec l'émergence des OPCVM faisant l'objet d'une garantie. Leur place dans la gestion française s'accroît aujourd'hui très rapidement en raison de l'évolution 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.

Dans le même temps, la situation a rapidement évolué ces dernières années :

- la nature de ces fonds doit en premier lieu être précisée. Leur définition en tant que " fonds garantis " est en effet imparfaite dans la mesure où tous les fonds à formule ne font pas l'objet d'une garantie en capital (de l'ordre du cinquième) et ne sont donc pas aujourd'hui classés en " OPCVM garantis ", et dans la mesure où près de la moitié des OPCVM garantis sont en fait des fonds à gestion active (recourant par exemple à la technique de l'assurance de portefeuille) et non des fonds à formule délivrant une performance selon des paramètres strictement prédéterminés ;
- en second lieu, ces produits rencontrent un succès croissant auprès des épargnants : près du quart des nouveaux OPCVM sont des fonds à formule et l'encours de ceux-ci avoisine désormais 40 Md€. Ils répondent à certaines attentes des particuliers qui recherchent à la fois la sécurité (par l'intermédiaire de la garantie qu'elle soit totale ou partielle) et le rendement potentiel lié à l'exposition au risque action. La structuration financière de ces fonds permet en outre de concentrer la gestion effective de la couverture des formules au niveau des salles de marché des grandes banques et de vendre très largement le savoir-faire de celles-ci sur les dérivés actions via le véhicule populaire qu'est l'OPCVM.

La Commission a constaté que ce type d'OPCVM posait plusieurs questions justifiant que le cadre de régulation des OPCVM puisse leur être adapté:

- en raison de leurs caractéristiques mêmes, résultant d'une exposition passive gérée au travers d'un contrat d'échange structuré par lequel une contrepartie s'engage à délivrer à l'échéance le résultat de la formule. Les questions ont trait notamment aux règles régissant le fonctionnement des OPCVM, qui n'ont pas été élaborées pour accueillir ces instruments financiers complexes. L'application des principes fondateurs de la gestion collective, tels que

1 Cf. communiqué de presse du 2 août 2002 et texte de la consultation disponibles sur la site internet de la COB.

la division des risques, la possibilité de souscrire ou racheter à tout moment sur la base d'une valeur liquidative représentative des conditions de marché ainsi que la négociation au meilleur prix, dans l'intérêt du porteur, des instruments complexes utilisés, doit donc être envisagée sous un éclairage différent et adapté.

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

Suite à l'exploitation des résultats de la consultation, une concertation a été engagée avec l'association professionnelle AFG-ASFFI, représentée par les principaux acteurs dans le domaine des fonds à formule, afin de déterminer un cadre de régulation pour ces OPCVM.

Ce cadre est présenté sous la forme d'un relevé de décision, reprenant la structure de la consultation.

I Relevé de décision pour la régulation des fonds à formule

Sur la base des réponses à la consultation publique et la concertation avec la profession, la Commission adopte les orientations suivantes :

Question n° 1 : appellation et définition

L'appellation d'OPCVM à " *formule* " est retenue avec cette définition :

" Un fonds à formule est un OPCVM dont l'objectif de gestion est d'atteindre, à l'expiration d'une période déterminée, un montant final ainsi que de distribuer, le cas échéant, des revenus, par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou des instruments financiers.

En contrepartie de l'engagement ainsi décrit, la réalisation de cet objectif de gestion doit être garantie par un établissement de crédit dont le siège social est situé dans l'OCDE, soit vis-à-vis de l'OPCVM, soit vis-à-vis des porteurs de part(s) ou d'action(s) " .

Question n° 2 : création d'une nouvelle catégorie

La classification actuelle est fondée sur la nature du risque auquel est exposé le porteur de l'OPCVM. Ainsi, il sera créée une nouvelle classe au sein de l'actuelle classification pour tous les fonds à formule, ceux-ci délivrant le résultat d'une formule prédéterminée. Celle-ci relèvera des OPCVM à vocation générale.

La classe actuelle des fonds " garantis ou assortis d'une protection (qui n'accueillait en réalité que les fonds garantissant la restitution du capital à l'échéance) sera supprimée au profit d'un " *marqueur* " fonctionnant de façon comparable à la notion " *d'OPCVM d'OPCVM* ", distincte et indépendante de la classification afin que soit retenue non la garantie en capital, mais la nature du risque auquel s'expose le porteur et que soit mise en évidence la gestion active.

Ainsi un OPCVM monétaire garanti, au lieu d'être classé comme garanti sera classé comme " *monétaire* " et spécifié garanti. De même un fonds à formule garanti sera classé " *fonds à formule* " et spécifié " *à capital garanti* " .

Dans l'attente d'une modification des classifications au sein de l'instruction du 15 décembre 1998, la mention " *fonds à formule* " devra apparaître distinctement en entête de la notice.

Question n° 3 : la formule dans la notice d'information

La notice d'information doit être réaménagée dans le double but de la simplifier et de la rendre plus intelligible dans la présentation des fonds à formule, conformément à la volonté unanime de ne pas l'alourdir. Le travail de simplification doit être poursuivi avec la profession afin de déterminer un cadre d'information clair et explicite pour l'investisseur potentiel de ce type d'OPCVM.

Il est toutefois demandé de retenir le cadre rédactionnel suivant pour décrire l'objectif de gestion et le fonctionnement de la formule :

- la rubrique " *objectif de gestion* " devra se substituer à celle de " *l'orientation des placements* ". Cette dernière, qui décrit les investissements " *physiques* " de l'OPCVM, relève de la description du montage financier et pourrait être renvoyée dans la suite de la notice dans la description des modalités de fonctionnement. En effet, si elle est utile aux organes de contrôle et aux contreparties de l'OPCVM, sa présentation au début de la notice est à l'origine d'incompréhensions de la part du public ;
- la rubrique " *objectif de gestion* " présentera de façon synthétique le principe de fonctionnement de la formule intégrant une explicitation littérale de l'objectif poursuivi et la nature du risque pris. Cette rubrique doit également comprendre une explication de l'économie de l'OPCVM proposé. Celle-ci doit mettre en évidence les avantages et inconvénients de la formule proposée ;
- la description détaillée de la formule serait ensuite présentée ;
- suivra immédiatement la présentation des scénarios de marché permettant de maximiser la performance, puis une illustration du jeu de la formule par des exemples chiffrés. Ceux-ci devront mettre en évidence au moins trois scénarios (le moins favorable, le plus favorable et un médian). Les illustrations doivent être complètes, notamment par une mise en évidence des modalités spécifiques de la formule (par exemple, dans le cas de l'application d'une moyenne, il conviendra d'indiquer les effets positifs et négatifs par comparaison avec l'évolution du sous jacent). Il devra être clairement rappelé que ces exemples sont fournis à titre indicatif afin d'illustrer le mécanisme de la formule ;
- d'autres modalités de fonctionnement, telles que les modalités de substitution des sous jaccents, alourdissent la notice d'information sans apporter une information particulièrement utile à l'investisseur pour son choix d'investissement. Elles peuvent faire l'objet d'un renvoi au règlement ou aux statuts, avec mention de ce renvoi dans la notice. Une revue du contenu respectif de la notice et du règlement sera menée avec la profession.

Question n° 4 : les documents commerciaux

Le droit de la Commission à exiger que les documents commerciaux lui soient communiqués préalablement à la délivrance de l'agrément n'est pas contestable.

Doivent être repris systématiquement dans les documents commerciaux :

- l'avertissement visé à la question n° 6 ;
- la rubrique " *objectif de gestion* ", y compris les avantages et inconvénients, qui a fait l'objet d'un accord entre les acteurs et la Commission et peut permettre de prévenir certains cas de commercialisation abusive (typiquement, le particulier croit acheter un fonds garanti qui ne bénéficie pas d'une garantie en capital) ;
- d'éventuels avertissements demandés par la Commission dans la notice destinés à attirer l'attention de l'investisseur sur telle ou telle spécificité du produit.

La reprise de l'ensemble des rubriques de la notice d'information dans les documents promotionnels ou publicitaires ou une normalisation de ceux-ci ne sont en revanche pas proposés.

La Commission estime en outre que l'un des principes d'une éventuelle charte de commercialisation devrait prévoir d'attacher systématiquement la notice d'information aux documents commerciaux. Dans le souci de ne pas alourdir inutilement les procédures d'agrément, il est proposé que les documents commerciaux continuent de ne faire l'objet que d'un contrôle de la Commission *a priori* ou *a posteriori*, au cas par cas, si le principe ci dessus est retenu.

Question n° 5 : charte de commercialisation

Il est proposé la création d'un groupe de travail entre les services de la Commission et la profession afin d'élaborer cette charte.

Question n° 6 : les rachats avant l'échéance de la formule

Le droit au rachat à l'initiative de l'investisseur, à tout moment, sur la base d'une valeur liquidative est une caractéristique fondamentale des OPCVM. Toutefois, l'avertissement suivant doit être systématiquement prévu :

" L'OPCVM " X " est construit dans la perspective d'un investissement sur la durée totale de la formule et donc d'une sortie à la (aux) date (s) d'échéance indiquée (s). Une sortie de l'OPCVM à une autre date s'effectuera à un prix qui dépendra des paramètres de marché ce jour-là [et après déduction des frais de rachat de X %]. Le souscripteur prend donc un risque en capital non mesurable a priori s'il est contraint de racheter ses parts en dehors de (s) la date (s) prévue (s). "

Cet avertissement doit figurer en caractères gras et encadré, en entête de la notice d'information.

Question n° 7 : possibilité de fermer un OPCVM à la souscription

La loi française (article 214-20) prévoit aujourd'hui que les parts d'un FCP " *sont émises et rachetées à la demande des porteurs* ". Elle semble ainsi prévoir que les parts de FCP doivent pouvoir être souscrites à tout moment à l'initiative des porteurs. La directive se contente de prévoir que les rachats doivent pouvoir intervenir à tout moment à la demande des porteurs et paraît ainsi moins exigeante que le droit français (au demeurant la souscription des SICAV luxembourgeoises peut être interrompue à la seule initiative de la société de gestion).

La Commission des opérations de bourse a admis toutefois :

- la possibilité de plafonner le nombre de parts émises dans un OPCVM ;
- la possibilité de plafonner le nombre de porteurs (pour les OPCVM dédiés).

Il est proposé de poursuivre l'analyse juridique en concertation avec la profession pour déterminer les conditions dans lesquelles un assouplissement pourrait être mis en œuvre en droit français, notamment afin de permettre de clôturer les souscriptions selon un critère objectif (par exemple la date de fin de souscription).

Question n° 8 : insertion de données quantitatives sur l'espérance de gain

Le mécanisme de la formule est d'ores et déjà illustré par des exemples.

Afin de permettre à l'investisseur potentiel d'apprécier quel est le comportement de l'OPCVM selon différentes phases de marché et de mieux apprécier ses chances de gain, la notice doit mentionner deux types d'informations : une indication du taux sans risque¹ et des simulations historiques (" *back testing*").

Celles-ci seront présentées de la façon suivante :

1) Une phrase type d'explication précèdera les simulations :

" Les simulations sur les données historiques de marché permettent de calculer les rendements qu'aurait eu l'OPCVM s'il avait été lancé dans le passé, présentés selon la date d'échéance. Elles permettent d'appréhender le comportement de la formule lors de différentes phases de marchés ces dernières années. Il est toutefois rappelé que les évolutions passées ne préjugent pas de l'évolution future des marchés, de même que des performances de l'OPCVM. "

Dans le cas où les données historiques de marché sur un ou plusieurs sous jacents ne seraient pas disponibles sur toute la durée de la simulation, ce qui nécessiterait des substitutions, cette information devra également être mentionnée selon l'exemple ci-dessous :

" Pour les besoins de la simulation, la société de gestion a choisi des actions de remplacement, pour celles figurant dans la formule qui n'existaient pas dans la période de simulation.

L'action X est remplacé par l'action Y à partir du JJ/MM/AAAA..."

2) Un graphique de simulation :

Le graphique doit faire apparaître :

- le rendement de la formule selon sa date d'échéance. La présentation du rendement de la formule s'effectuera selon deux ordonnées : une explicitant la performance sur la durée de la formule et une matérialisant l'équivalent en taux annuel ;
- les phases de marché pertinentes pour illustrer le comportement de la formule, certaines pouvant se recouper : par exemple, croissance régulière de l'indice x, période de faible volatilité etc. Un graphique présentant l'évolution d'un indice significatif de marché peut être adjoint à cette fin ;
- le taux sans risque, sous la forme d'une droite de pente nulle matérialisant le taux mentionné ci-dessus ;
- le cas échéant, les taux de rendement maximum et minimum de la formule.

Le choix de la durée de la simulation doit faire ressortir des phases de marché suffisamment contrastées de façon à bien expliciter leur incidence sur le rendement de la formule.

1 Afin de permettre à l'investisseur d'étalonner les performances visées, le taux sans risque sera calculé à partir de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) zéro coupon de maturité égale à la durée de commercialisation ajoutée à celle de la formule

Aujourd'hui ceci conduira généralement mais pas systématiquement à retenir une durée de 10 ans. La date retenue pour la fin des simulations sera de façon standard un mois avant la date de dépôt des dossiers à la Commission.

3) Des explications littérales seront nécessaires :

- pour faire apparaître que les rendements affichés dans le graphique sont présentés en fonction de la date d'échéance de la formule, correspondant à une souscription X années auparavant, représentatives de la durée de la formule ;
- sous forme d'un tableau récapitulatif : la période de simulation visée, le nombre de simulations effectuées et la périodicité des simulations, le rendement moyen de la formule.

Question n° 9 : mise en concurrence pour les opérations de gré a gré sous-jacentes

Le principe de mise en concurrence doit être confirmé. Il est rappelé que la société de gestion doit par principe chercher les meilleures conditions possibles dans ses transactions avec les contreparties afin de respecter le principe fondamental de la primauté de l'intérêt des porteurs. Dans l'hypothèse où elle contracterait avec une contrepartie liée, elle engagerait directement sa responsabilité en n'ayant pas obtenu pour ses clients des conditions conformes à celles du marché.

Les critères nécessaires permettant d'apprécier l'effectivité de cette mise en concurrence seraient le nombre de contreparties potentielles, sa traçabilité et sa mise en œuvre selon des critères prédéterminés. Ces critères doivent être précisés en concertation avec la profession, en tenant compte des situations variées auxquelles doivent faire face les sociétés de gestion.

Si la société de gestion ne s'engage pas sur une procédure formelle, traçable et contrôlable de mise en concurrence de la contrepartie, la notice devra préciser cette absence d'engagement et le nom de la contrepartie.

En tout état de cause, la société de gestion doit toujours être en mesure de démontrer qu'elle a conclu la transaction au meilleur prix de marché dans l'intérêt des porteurs. En absence de procédure formelle de mise en concurrence, cela implique que les conditions du contrat ne doivent pas être moins favorables aux porteurs que celles résultant de son modèle propre de valorisation du contrat d'échange.

Il est en outre rappelé que l'article 23 du règlement n° 96-03 de la Commission des opérations de bourse prévoit une information dans le rapport annuel sur les instruments financiers détenus en portefeuille, émis par les entités liées à la société de gestion ou aux gestionnaires financiers et OPCVM gérés par ces entités.

Question n° 10 : périmètre de l'obligation de division des risques de contrepartie

Le respect de l'obligation de division des risques de contrepartie est nécessaire pour les OPCVM conformes aux normes européennes.

Seuls les OPCVM non conformes peuvent opter pour cette exonération.

Il est proposé de conserver la possible exonération de la division du risque de contrepartie prévue par le décret dans la mesure où toutes les caractéristiques du contrat sont couvertes par l'établissement garant.

Cette option doit être indiquée dans la notice ou le règlement du fonds.

Question n° 11 : mise en place d'une garantie du capital

Concernant les garanties, deux concepts doivent être distingués :

- la garantie de la formule par un tiers habilité à donner des garanties dans la mesure où la formule fait l'objet d'un engagement vis-à-vis de l'investisseur et que la société de gestion ne peut délivrer elle-même une telle garantie ;
- la garantie du capital souscrit initialement, qui n'est pas obligatoire. Si le capital initialement souscrit est entièrement garanti à l'échéance du fonds, au moins pendant la période de souscription, l'OPCVM est spécifié " *à capital garanti* ".

Question n° 12 : appréciation du principe de division des risques

La détermination *a priori* pendant la durée de la formule de l'exposition des fonds à formule nécessite des modalités spécifiques d'application du principe de dispersion des risques à l'origine comme le prévoit le quatrième alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624 modifié en février 2002.

Cette modification du décret résulte de la transposition de la directive publiée en 2002 afin d'assurer la coordonnabilité de ces fonds, au regard notamment du principe d'application de la division des risques aux sous-jacents des contrats à terme.

- Deux cas doivent être distingués, selon que la formule est construite sur des indices ou sur un panier d'actions :
 - si la formule est construite sur un indice, l'alinéa 4 de l'article 2 du décret prévoit que la règle de dispersion des risques ne s'applique pas aux " *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* " en considérant que de tels indices comportent en eux-mêmes un principe de dispersion des risques ;
 - si la formule est construite sur un panier de titres, le principe de dispersion des risques s'apprécie de façon générale à partir de la perte maximum encourue du fait d'un titre quelconque du panier ;
- **Cette perte maximum par titre s'apprécie en fonction de la construction de la formule, de façon indépendante de l'évolution des autres valeurs.**

La perte maximum par titre doit respecter les plafonds de dispersion des risques, soit, dans le cas le plus général, 5 %, ce taux pouvant être relevé à 10 % pour au maximum 4 titres.

Ce nombre minimum de sous-jacents devra s'appliquer en permanence pendant la vie du produit et pour la détermination effective de la performance, étant entendu qu'un sous-jacent, lorsque sa performance est figée (" *crystallisée* ") à un moment particulier de la vie du fonds qui peut ne pas être son échéance, reste considéré comme un sous-jacent, car le fait de figer la performance de l'un des sous-jacents n'accroît pas l'exposition du produit sur les autres sous-jacents.

Ainsi, une formule établie sur la performance moyenne d'un panier équipondéré nécessite d'avoir au moins 20 valeurs pour respecter la division des risques de 5 % par émetteur.

Ce principe s'applique selon les modalités ci-après :

- Quand un OPCVM à formule fait l'objet d'une protection du capital (partielle ou totale), la règle de dispersion des risques s'applique à la partie non garantie du capital.

Pour la déterminer, la part représentative de la garantie (déterminée comme la valeur actualisée au taux sans risque de celle-ci) est déduite du capital. Le nombre minimum d'actions du panier est déterminé sur la seule partie réellement exposée du capital initialement souscrit.

Ainsi, par exemple, pour un OPCVM indexé sur un panier d'actions bénéficiant d'une protection en capital à 70 % et d'échéance 5 ans, si on considère que le taux de l'OAT à 5 ans est 4 %, la partie garantie équivaut à 57,53 % du capital initial².

Si l'OPCVM est exposé sur un panier d'actions équipondéré, le panier devra donc comprendre un nombre minimum de 9 actions afin que chaque action n'expose ainsi pas plus de 5 % du capital initialement souscrit³.

- Quand la formule est construite sur un panier dont seules certaines valeurs seront sélectionnées pour déterminer effectivement la performance finale, le nombre de valeurs à prendre en compte est celui qui peut *a minima* déterminer cette performance.

Le nombre d'actions retenu pour déterminer la dispersion des risques est ainsi celui sur lesquelles est effectivement déterminée la performance de la formule durant la totalité de la durée de vie de l'OPCVM.

A titre d'illustration, les exemples suivants de formules sont donnés :

- un panier d'action de 24 valeurs " *fondant* " à 4 en fin de vie (par exemple celles ayant fait l'objet d'une évolution médiane) pour déterminer la performance finale, doit être considéré, au regard de la présente règle, comme composé de 4 valeurs et non 24. Dans ce cas, la valeur actuelle de la garantie devrait être au moins de 60 % ;
- un panier de 10 actions au sein duquel l'évolution d'une seule action détermine le calcul de la performance est équivalent à un panier d'une seule action au regard de la dispersion des risques. Dans ce cas, la valeur actuelle de la garantie devrait être au moins de 90 % ;
- un panier d'actions de 20 valeurs " *à cristallisation* " figeant selon un calendrier déterminé la valeur des actions composant le panier est retenu pour ses 20 actions, l'ensemble des sous-jacents participant à la détermination de la formule de façon équivalente ;

² $70\% / (1,04)^5$

³ $(100\% - 57,53\%) / 9 = 4,7\% < 5\%$

- lorsqu'au sein d'un panier, par exemple de 10 actions, le rendement de l'OPCVM dépend du fait que, par exemple, 3 actions doivent toucher concomitamment ou successivement une barrière donnée, le panier est considéré comme équivalent à un panier de 3 actions. Dans ce cas, la valeur actuelle de la garantie devrait être au moins de 70 % ;
- dans le cas où l'évolution d'une action a pour effet de modifier le taux de participation à une indexation (par exemple de passer d'une participation de 90 % à 80 % d'un indice), cet impact relatif est rapporté à la partie non garantie de la valeur initiale. Ainsi, dans l'exemple donné, un neuvième⁴ de la partie non garantie est en risque sur une seule action, ce qui implique que la valeur actuelle de la garantie doit être au moins de 10 %⁵ ;
- si la formule est construite sur l'association de plusieurs types d'indexation, la division des risques est appréciée de façon distincte sur chacune, toutes devant respecter les principes décrits ci-dessus.

4 (90-80)/90

5 90 % / 9 = 10 %

II Synthèse des résultats de la consultation

La Commission a pris en compte et analysé 36 réponses sur un total de 40¹, 4 d'entre elles étant incomplètes et inexploitable. Sur l'ensemble de ces réponses, elle a recensé 8 réponses de particuliers, 6 réponses de différents professionnels² (un cabinet d'avocats, deux organismes de conseil, un trésorier d'entreprise, un commissaire aux comptes, et un distributeur de produits financiers) et 22 réponses de sociétés de gestion. Cependant, le nombre de réponses émanant de sociétés de gestion est à nuancer, la réponse de l'AFG-ASFFI ayant été soutenue et intégralement retranscrite par 9 sociétés de gestion différentes, qui ont cependant, pour certaines, apporté un éclairage complémentaire par rapport à cette réponse collégiale.

En préalable à toute analyse, il semble opportun de souligner les retours positifs reçus par la Commission quant à l'utilisation de ce type de consultation permettant à chacun de s'exprimer et de faire valoir ses opinions.

En outre, selon les questions posées, les réponses divergent totalement selon qu'il s'agit de professionnels, de gérants ou de particuliers, notamment sur le sujet de l'information nécessaire à la bonne compréhension de la formule décrite dans les notices d'information ou les documents commerciaux. Dans d'autres cas, un certain consensus semble se dégager sur la volonté de ne pas surcharger la notice d'éléments superflus et inutiles. Enfin, les différentes propositions formulées dans cette étude permettent indéniablement de trouver des orientations précises dans le but de renforcer et d'adapter la régulation de ces OPCVM particuliers.

Question n° 1 : appellation et définition

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 ?

73 % des réponses considèrent que l'appellation " fonds à formule " est satisfaisante et 70 % sont globalement d'accord avec la définition proposée pour ces OPCVM. Sur ce point précis, les particuliers interrogés sont d'accord avec cette formulation ou ne se prononcent pas, avec néanmoins une proposition différente : " *fonds à capital garanti et à rentabilité plafonnée* ".

Pour cette question, le service de la médiation de la COB propose la classification " *OPCVM à performance conditionnelle avec (sans) garantie ou protection du capital* ".

Les différents professionnels sont nuancés, un commissaire aux comptes et un organisme de conseil préconisent le terme " *fonds à formule* " qui permet de dissocier la garantie de la structuration, un distributeur de produits financiers juge utile d'avoir une dénomination commune pour ce type de

1 Le service de la médiation de la Commission a en outre apporté son éclairage, censé représenter l'investisseur particulier moyen.

2 Dans la présentation des résultats ci-après, le terme " professionnels " est entendu comme ne comprenant pas les sociétés de gestion.

fonds en distinguant les fonds garantis des autres par une sous-catégorie spécifique. Enfin un cabinet d'avocats opte pour la notion de " *fonds à promesse* " qui a l'avantage de mettre en exergue la notion de performance promise qui caractérise ces produits.

Enfin, l'AFG-ASFFI et les sociétés de gestion soutiennent leur proposition de " fonds à formule " qui présentent des critères précis, définis à l'avance avec une garantie totale ou partielle du capital. Une société propose le terme de " *fonds garantis ou bénéficiant d'une protection en capital assortis ou non d'une formule complémentaire de performance* ", une autre préfère le terme " *fonds structuré* " qui constituerait selon elle plus un standard international.

La dénomination de " *fonds à formule* " a donc fait l'objet d'un large consensus parmi les sociétés de gestion. S'il n'en est pas de même parmi les investisseurs, aucune autre appellation plus pertinente n'a fait l'objet de propositions recueillant l'assentiment d'un nombre significatif de personnes ayant exprimé une opinion.

Question n° 2 : création d'une nouvelle catégorie

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 ?

62 % des intéressés sont plutôt opposés à la création d'une catégorie spécifique au sein de la classification actuelle. Les particuliers sont défavorables à 37 % à cette création et seulement 25% souhaiteraient une nouvelle classification.

Pour cette question, les professionnels interrogés sont divisés sur le sujet. Un trésorier et un cabinet de conseil proposent une réflexion sur la catégorie " *diversifié* " en proposant la création de sous-catégories, un commissaire aux comptes et un organisme de conseil optent pour leur part pour une nouvelle classification avec des sous-catégories pour les fonds garantis à 100 % et pour sa part, le cabinet d'avocats est opposé à toute nouvelle classification.

Pour l'AFG-ASFFI, le cadre juridique actuel est adapté, il faut simplement distinguer les fonds garantis et les fonds protégés, le label " *fonds à formule* " doit rester indépendant de la classification des OPCVM. Cependant, une société propose de continuer à créer des fonds présentant une formule sans pour autant être garantis ou protégés. Pour une autre, il faut clarifier la classification " *diversifié* " qui englobe trop de choses. Certains encore estiment qu'il faut créer une nouvelle classification avec des sous-catégories adaptées.

L'AFG-ASFFI souhaite apparemment éviter que le regroupement des fonds à formule dans une catégorie trop identifiée ne conduise à remettre en cause leur appartenance à la catégorie des OPCVM à vocation générale, coordonnables.

Par ailleurs de nombreuses réponses à la consultation émanant tant de prestataires de services d'investissement que d'investisseurs soulignent l'intérêt de créer une catégorie spécifique pour favoriser la bonne compréhension du produit par les investisseurs.

Un autre motif de création d'une catégorie spécifique a été mis en évidence par les préoccupations avancées par des investisseurs manifestement avertis : actuellement, les fonds à formule sont intégrés dans deux catégories bien différentes selon que l'investisseur bénéficie ou non d'une

garantie de retrouver son capital initial - net des frais de souscription éventuels. Dans l'affirmative ils sont classés parmi les fonds garantis ou assortis d'une protection, et, dans la négative, ils sont le plus souvent classés en fonds diversifiés.

Or cela n'est pas satisfaisant car l'exposition de ces fonds n'est, le plus souvent, pas diversifiée et, leur part croissante dans cette catégorie crée, artificiellement, à partir d'une analyse globale, une corrélation entre les fonds dont l'exposition est effectivement diversifiée (c'est-à-dire ni obligataire, ni action, ni monétaire) et les fonds à formule non garantis. Cela s'oppose au principe selon lequel le classement doit correspondre à la nature du risque auquel est exposé le porteur de l'OPCVM.

Question n° 3 : l'information au travers de la notice d'information

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 ?

81 % des réponses semblent considérer que les mentions figurant actuellement dans les notices d'information sont suffisantes.

Certains particuliers aimeraient voir une plus grande information concernant la formule afin de correctement l'expliquer et de comprendre quelle est leur réelle exposition, d'autres préféreraient connaître le minimum et le maximum acquis à l'échéance. Enfin, beaucoup souhaitent que la notice d'information reste lisible et qu'elle ne soit pas surchargée d'informations inutiles. Les plus avertis de ceux-ci disent ne s'intéresser en pratique qu'à la formule elle-même.

La médiation pense que certains éléments pourraient très utilement compléter les notices d'information, une mise en garde sur l'évolution de la valeur liquidative par exemple, ou une mention explicite sur le devenir des produits à l'échéance de la garantie.

Les professionnels sont majoritairement défavorables à tout ajout de mentions complémentaires dans les notices.

Sur le thème de l'appréciation de la volatilité, un trésorier d'entreprise propose d'ajouter pour les fonds à panier des éléments sur la composition de ce panier et de préciser l'objectif de volatilité du produit alors qu'un cabinet de conseil préconise de mentionner l'écart entre la volatilité implicite et la volatilité effective du produit, et d'indiquer l'anticipation du gérant.

Pour la clarté de la formule, un commissaire aux comptes estime que des exemples chiffrés précis sont suffisants pour la compréhension du produit, alors qu'un distributeur estime nécessaire d'indiquer clairement le niveau de protection octroyé et de clarifier la formule de remboursement basée sur une moyenne par exemple. Un cabinet de conseil souligne l'importance de connaître les paramètres clés de la formule ainsi que leur influence sur les performances. Un cabinet d'avocats propose de réorganiser la notice en trois grandes parties avec les informations générales et juridiques, une section économique explicitant la formule et une partie sur les informations commerciales.

Sur ce point, les sociétés de gestion et l'AFG-ASFFI sont catégoriques dans leur volonté de ne pas alourdir les notices, de sélectionner l'information en fonction de sa qualité et de sa pertinence et d'aboutir à une normalisation des notices avec la Commission. Selon une société, il faut rendre les notices intelligibles en les séparant en deux parties distinctes (cadre juridique et explication de la formule). Une autre société propose d'établir une échelle de notation des garants. Des sociétés de gestion critiquent les redondances entre la rubrique " *objectif de gestion* " et la rubrique " *description de la garantie* ". D'autres expriment le souhait que la notice permette, en des termes simples, de mettre en évidence pour l'investisseur non averti, les avantages et les risques spécifiques de l'OPCVM.

Cette question aborde la problématique de l'information aux investisseurs dans les fonds à formule. En effet, depuis quelques années, les efforts de la Commission des Opérations de Bourse et des promoteurs de ces produits ont porté sur l'intelligibilité des notices d'information. La conséquence en a d'ailleurs été un allongement des notices de ces produits (on atteint couramment 4 à 5 pages contre 1 à 2 pour les OPCVM gérés de façon active) et une complexité croissante.

Il n'est dès lors pas étonnant que tant les professionnels réunis au sein de l'AFG-ASFFI, que de nombreux investisseurs, demandent de ne pas alourdir d'avantage ce document.

Pour autant, il existe une demande tout aussi unanime adressée à la Commission d'officialiser le travail de normalisation et de clarification de la rédaction des notices réalisé par ses services.

Question n° 4 : les documents publicitaires et promotionnels

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 ?

Les services de la Commission ont constaté d'une part la divergence croissante du contenu de ces documents par rapport à celui de la notice et d'autre part des cas précis où les objectifs compréhensibles de la part des services mercatiques des promoteurs de certains produits, avaient conduit soit à focaliser l'attention des souscripteurs potentiels uniquement sur la performance maximale susceptible d'être atteinte - sans aucune mention de son caractère conditionnel, ni des facteurs de risques spécifiques au produit - soit à conduire à des confusions entre la garantie de la délivrance de la formule et la garantie du capital.

59 % des réponses écartent l'insertion des mentions obligatoires dans les documents commerciaux et 81 % sont opposées à un examen de ces documents par les services de la Commission.

Les particuliers trouvent ce processus trop compliqué et y sont fortement opposés. Certains préconisent l'insertion de mentions obligatoires dans un document annexe qui pourrait être remis aux investisseurs sur simple demande.

Pour leur part, les professionnels sont favorables à l'ajout de mentions dans les documents commerciaux, un trésorier d'entreprise préconise d'indiquer les scénarii d'investissement étudiés par la société de gestion, un commissaire aux comptes pense qu'il faut intégrer tous les exemples

chiffrés, les engagements du fonds et le détail du panier. Pour leur part, un cabinet d'avocats et un organisme de conseil estiment qu'il faut indiquer si le fonds est garanti ou simplement protégé et que la valeur liquidative n'est pas garantie avant l'échéance.

Les sociétés de gestion sont fortement opposées à ces pratiques, les documents commerciaux doivent servir à alerter les porteurs sur des particularités du produit, mais une rédaction normée de ces documents paraît délicate à instaurer. En outre, une validation systématique de tous les documents publicitaires par la Commission provoquerait un alourdissement supplémentaire des procédures d'agrément. Il est préférable de leur point de vue de maintenir un contrôle a posteriori de ces documents.

Le droit de la Commission à exiger que les documents commerciaux lui soient communiqués préalablement à la délivrance de l'agrément n'est pas contestable. La question qui est posée est celle du caractère systématique de la démarche. Des sociétés proposent d'indiquer clairement aux souscripteurs potentiels de bien lire la notice qui est agréée par la Commission. Certaines sociétés de gestion (mais pas toutes) insèrent d'ors et déjà la notice dans tous les documents commerciaux.

Dans l'ensemble les réponses sont plutôt défavorables à cette proposition, plus encore de la part des investisseurs que de celle des sociétés de gestion. En entrant dans la motivation de cette position, on comprend assez aisément que les documents commerciaux sont devenus aujourd'hui souvent plus explicites et d'un accès plus aisé que les notices d'information respectant le cadre réglementaire et visées par la Commission des opérations de bourse.

Question n° 5 : charte de commercialisation

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

54 % des réponses souhaitent qu'une charte de commercialisation soit systématisée pour prévenir des risques de mauvaises commercialisations.

Les particuliers sont globalement opposés (62 %) à cette charte, certains la préconiseraient toutefois pour l'ensemble des OPCVM. Enfin, ils souhaiteraient voir des exemples plus précis et connaître les taux actuariels minimum et maximum.

Les professionnels sont favorables à la mise en place d'une charte de commercialisation, mais 33 % ne se prononcent pas. Pour un trésorier, cela permettrait d'éliminer les produits trop complexes, le commissaire aux comptes estime que ce point serait efficace uniquement si les intervenants maîtrisent et comprennent correctement les produits qu'ils commercialisent, pour l'organisme de conseil, cette pratique devrait combattre les communications basées sur la meilleure performance et les références au passé, les processus de back-testing devant être prohibés pour ce type de gestion. Enfin, le cabinet d'avocats estime qu'une telle charte permettrait d'identifier les mentions obligatoires, mais qu'elle ne serait efficace qu'avec une instruction ou une recommandation de la Commission.

L'AFG-ASFFI, qui est à l'origine de cette proposition, souligne qu'elle pourrait prévenir des risques de mauvaise commercialisation. Ce procédé doit entraîner une meilleure sélection des distributeurs et les conseillers doivent être mieux formés pour expliquer les produits qu'ils distribuent. Pour une

autre société, la problématique sous-jacente à cette question est également celle du statut des distributeurs, absent de la réglementation actuelle, rejoignant les débats actuels sur la réforme du démarchage.

Deux points sont à noter :

- certaines sociétés aimeraient avoir connaissance de plaintes reçues par les services de la Commission afin de réagir ;
- la question n'abordait pas spécifiquement la question des contrats d'assurance-vie en unités de compte qui sont pourtant un des vecteurs privilégiés de commercialisation de ce type de produit.

Question n° 6 : la formalisation de l'information

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 ?).

51 % des réponses sont opposées à la mise en place d'un avertissement dans la notice mettant en évidence les risques liés à une sortie avant l'échéance de la promesse, 83 % à l'insertion d'une indication de la valeur actualisée de la garantie à la date de souscription et 81 % à la détermination et la mention d'un montant minimum dont pourrait bénéficier le porteur à tout moment.

Les particuliers craignent une complexité accrue des notices, la garantie accordée à l'échéance étant un point suffisant.

Un investisseur particulier préconise d'attirer l'attention des épargnants sur l'équilibre financier de ces produits dans les termes suivants : " *une performance potentiellement supérieure à celle des produits à taux fixe traditionnelle ne pourra être délivrée par un OPCVM à formule que parce que le souscripteur accepte de prendre en contrepartie le risque d'obtenir une performance inférieure à celle offerte par ce type de produits* ".

Quant aux professionnels, ils sont globalement favorables à ces propositions. Un commissaire aux comptes suggère l'indication d'un risque de perte en cas de sortie anticipée, un distributeur et un trésorier nuancent l'avertissement proposé et souhaitent atténuer le terme " *préjudiciable* " qui est trop fort à leurs yeux. Un organisme de conseil propose d'indiquer le montant minimum dont bénéficie le porteur en précisant la valeur actualisée de la garantie, enfin le cabinet d'avocats est opposé aux propositions 2 et 3, jugées inutiles pour les investisseurs.

L'AFG-ASFFI et les sociétés de gestion sont opposées à ces propositions. Concernant l'avertissement, elles préfèrent insérer une mention précisant que la valeur liquidative n'est pas garantie avant l'échéance et qu'une sortie anticipée se fera sur la valeur liquidative du jour. L'indication de la valeur actualisée de la garantie à la date de souscription tend à complexifier la notice, et l'instabilité de cette information dans le temps pourrait être source de contentieux. Enfin, sur le mode de détermination du montant minimum dont bénéficie le porteur, les sociétés y sont également opposées, elles ne veulent pas complexifier davantage les notices avec des paramètres techniques sur la structuration. Pour une autre société, il faudrait préciser que la valeur liquidative fluctue en fonction de paramètres de marché.

Les avis émis sur l'opportunité d'un avertissement sont donc assez partagés. L'objection soulevée vis-à-vis de cet avertissement est qu'il met l'accent essentiellement sur le risque de sortie à une valeur liquidative moins favorable que celle qui est garantie in fine alors que la question centrale apparaît tant aux professionnels qu'aux investisseurs celle de la quasi impossibilité pour un investisseur particulier d'avoir une véritable visibilité sur les conditions économiques de sa sortie avant l'échéance.

Plusieurs alternatives d'avertissement ont été proposées. Celle avancée par l'AFG-ASFFI a le mérite de s'efforcer de traiter la question de fond, mais reste peut-être trop technique pour le grand public auquel elle est destinée.

La valeur actuelle de la garantie est critiquée car elle paraît un concept déjà trop abstrait pour atteindre l'objectif poursuivi par la Commission vis-à-vis du grand public et que les investisseurs avertis seraient parfaitement conscients du coût d'opportunité de la garantie.

Une indication claire, dans l'objectif de gestion, du mode de détermination du montant dont bénéficie le porteur à tout moment de la vie du fonds (par exemple la valeur actuelle du zéro coupon devant assurer la garantie du capital à l'échéance) a été totalement rejetée par les gérants et n'a recueilli qu'une adhésion limitée des investisseurs.

L'objectif poursuivi par la Commission est en réalité partagé par beaucoup, mais l'indicateur proposé est jugé insuffisamment précis et, de ce fait, susceptible de générer des contentieux.

Question n° 7 : possibilité de fermer un OPCVM à la souscription

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

78 % des réponses sont favorables à la possibilité de fermer la souscription d'un OPCVM à la seule

décision de la société de gestion. A noter que, sur cette question, 62 % des particuliers ne se prononcent pas.

Sur ce sujet, les professionnels sont favorables à cette possibilité, un trésorier d'entreprise précise que ce point a été admis pour les FCPE, un commissaire aux comptes souhaite que la Commission donne son avis et que le montant maximal ou la date limite soient inscrits dans la notice, un organisme de conseil estime qu'il ne faut pas laisser cette possibilité à la seule faculté de la société de gestion, il faudrait plafonner les souscriptions pour préserver un certain équilibre entre les contraintes de la structuration des produits et la préservation des intérêts des porteurs.

Le cabinet d'avocats, qui y est favorable, souligne que le droit communautaire ne s'y oppose pas.

Quant à l'AFG-ASFFI et les sociétés de gestion, elles sont favorables à ce procédé qui permet aux gérants de calibrer correctement et de mieux gérer leurs fonds, cela permettrait en outre de pouvoir afficher des droits d'entrée effectifs et d'être plus transparent à ce sujet. Enfin, cette possibilité devrait être étendue à tous les OPCVM.

D'une manière générale, les professionnels de la gestion sont favorables à cette mesure, sous certaines réserves, permettant de ne pas engager le garant de façon illimitée, de pouvoir négocier les contrats de gré à gré sur la base d'un volume prédéterminé et de protéger l'intérêt des porteurs.

Des réserves récurrentes apparaissent sur le point de savoir si les critères de fermeture des souscriptions sont objectifs. En effet, la possibilité de laisser à l'entière discrétion de la société de gestion la fermeture (ou la réouverture) des souscriptions, laisserai toute latitude à celle-ci d'arbitrer lorsque les conditions lui sont favorables au cours de la période de souscription initiale.

Question n° 8 : information du porteur sur le niveau de garantie et de performance à tout moment de la vie du fonds

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 ?

81 % des réponses ne retiennent pas l'indication dans les notices d'une estimation de la probabilité des niveaux de performance envisageables.

Les particuliers sont opposés à cette proposition, ils jugent ces éléments trop subjectifs et facilement manipulables.

Deux tiers des professionnels sont favorables à cette indication. Pour sa part, un trésorier imagine un graphique d'évolution de la valeur liquidative (VL) par rapport à l'estimation faite initialement, un commissaire aux comptes fait référence aux raisons du choix d'un indice et aux perspectives d'évolution des marchés ; pour un cabinet de conseil, il faudrait connaître l'espérance de gain et les paramètres de la formule et, plus généralement, il faudrait offrir aux investisseurs une vision plus concrète de l'économie du produit.

Toutefois, un cabinet d'avocats estime que ces éléments n'apporteraient rien de plus et seraient source de contentieux et pour un distributeur, cette estimation est difficile à indiquer car elle dépend de nombreux facteurs externes.

Pour l'AFG-ASFFI, il ne faut pas indiquer dans les notices, l'estimation de la probabilité des niveaux de performance. Pour elle, le choix de valeurs est réalisé de façon rigoureuse dans le but de maximisation des performances. En outre, les procédés de couverture n'intéressent pas directement les investisseurs. En revanche, l'analyse fondamentale permet aux porteurs de se forger une opinion sur le produit. Une solution adaptée consisterait à indiquer des exemples normés et précis permettant aux investisseurs de comprendre la structuration du produit. Pour une autre société, cette estimation est trop subjective car elle dépend de conditions passées. Certains préconisent pour leur part d'indiquer clairement l'espérance de rendement et la médiane afin de donner une vision globale du produit.

Une société de gestion fait la suggestion d'assortir la mention des performances maximales et minimales envisageables, de leurs espérances statistiques moyennes et médianes calculées sur la base de la méthode Monte Carlo, après avoir rejeté l'idée de communiquer des probabilités résultant de données historiques considérées comme facilement manipulables.

D'autres propositions intéressantes ont été faites dans le cadre de la consultation. La plupart mettent l'accent sur la nécessité absolue d'élaborer divers exemples permettant à l'investisseur de comprendre les différents niveaux de performance possible et les différents niveaux de marché nécessaires pour atteindre ces performances.

En conclusion, la fourniture d'informations de nature probabiliste suscite fréquemment de fortes préventions de la part des sociétés de gestion. Elles disent avoir parfois fait l'expérience douloureuse de la communication de ce type d'information dans les années 1990. Manifestement mal comprises de certains investisseurs, elles ont donné prise à des contentieux lorsque les résultats de la formule à l'échéance sortaient des fourchettes de probabilité indiquées à l'origine.

La fourniture de données statistiques soulève des difficultés que le régulateur ne peut négliger, même si comme le souligne l'AFG-ASFFI, les concepteurs des formules sont quant à eux obligés d'utiliser des données probabilistes concernant les sous-jacents pour construire et valider les formules.

Question n° 9 : mise en concurrence systématique pour les opérations de gré a gré sous-jacentes et information de la procédure retenue

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 ?

59 % des réponses sont favorables au principe de la mise en concurrence systématique de la contrepartie du swap mais 94 % ne retiennent pas l'indication des critères de sélection de la contrepartie dans la notice d'information.

Quant aux particuliers, ils sont totalement opposés à cette possibilité qui est inutile et inadaptée à leurs yeux, certains préféreraient connaître le rendement final afin de pouvoir comparer aisément des fonds entre eux.

Concernant la mise en concurrence de la contrepartie du contrat d'échange, la médiation envisage un contrôle de la Commission, mais ne souhaite pas voir les critères de sélection insérés dans la notice.

Sur ce sujet, les professionnels sont indécis, un tiers ne se prononçant pas. Le commissaire aux comptes propose, quant à lui, de mettre en place une liste des contreparties avec les différents encours pour chaque société de gestion. Pour un distributeur, ce point soulève un problème de confidentialité, alors qu'un organisme de conseil met en avant la nécessité d'avoir au moins 3 contreparties et de bien contrôler la possibilité de tous à participer à l'appel d'offre pour éviter les conflits d'intérêts. Pour un cabinet d'avocats, cette procédure ne doit pas faire l'objet d'une réglementation particulière.

Pour l'AFG-ASFFI et les sociétés de gestion, cette mise en concurrence résulte directement de l'application des normes déontologiques, mais les critères de sélection ne doivent pas figurer dans la notice. Pour certains, le critère de prix ne doit pas être retenu seul, il faut considérer un ensemble de services proposés et une étude du risque. En outre, les textes vont dans ce sens en privilégiant l'indépendance des sociétés. Toutefois, une certaine flexibilité en fonction des partenaires historiques doit être conservée. Une société propose d'adresser à la Commission l'ensemble des mises en concurrence.

Le premier point de cette question, à savoir la mise en place d'un processus systématique de mise en concurrence est donc majoritairement retenu. Les critères avancés permettant d'apprécier l'effectivité de cette mise en concurrence sont notamment le nombre de contreparties sollicitées. L'inclusion dans la notice des critères est rejeté.

Question n° 10 : périmètre de l'obligation de division des risques de contrepartie

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

78 % pensent qu'il ne faut pas étendre l'obligation de division des risques de contrepartie à tous les OPCVM.

Pour les professionnels, les réponses sont très divisées : par exemple un trésorier souligne qu'il faut éviter une excessive complication.

L'AFG-ASFFI, les sociétés et le cabinet d'avocats rappelant que cette question a déjà été tranchée au cours de cette année par décret et ne souhaitent pas revenir sur ses dispositions. Les principaux arguments avancés, d'une manière générale, sont liés à l'existence d'un garant, le risque de

contrepartie étant neutralisé par son intervention.

En outre, une société indique que le fait d'étendre l'obligation de division des risques entraîne des coûts supplémentaires au détriment de la performance. Certaines sociétés de gestion sont toutefois conscientes que cette exonération exclue les OPCVM à formule y ayant recours de la conformité aux normes européennes.

Question n° 11 : mise en place d'une garantie intégrale du capital

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.

78 % des réponses sont opposées à 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.

Les particuliers sont opposés à cette pratique : ils désirent cependant connaître le risque réel du produit et, pour cela, il faut normaliser l'information mise à disposition. Certains affirment que la garantie en capital n'est pas un atout dans tous les cas, tout dépend du niveau de risque recherché.

Les professionnels sont favorables pour la moitié d'entre eux à cette mise en place. Un commissaire aux comptes opte pour une garantie de l'intégralité du capital ; pour un organisme de conseil, ce point n'est pas adapté aux risques inhérents aux fonds à formule.

L'AFG-ASFFI rappelle que cette question a déjà été traitée par le décret du 26 février 2002. En outre, elle attire l'attention de la Commission sur le faible niveau des taux d'intérêts.

En effet, la possibilité de garantir le capital, tout en offrant une indexation intéressante, n'est réalisable que dans la mesure où les taux d'intérêts sont élevés. Dans une conjoncture de faibles taux d'intérêts, avec pour hypothèse une garantie totale du capital, seul un montant correspondant à la rémunération du placement à un taux sans risque sur la durée du fonds peut être affecté au financement de l'option, qui de ce fait est très limité. Le financement d'options intéressantes ne peut donc s'effectuer qu'en arbitrant une partie du capital initial du porteur en échange d'un rendement potentiel plus important. Il ne semble cependant pas opportun, selon les réponses obtenues de priver les clients avertis d'un risque spécifique et de réelles opportunités de marché.

Certaines réponses prônent toutefois la mise en place de cette obligation de garantie en capital. Les professionnels sont unanimes sur la nécessité de poursuivre la réflexion avec les autorités sur ce point.

Un autre point récurrent sur ce sujet au travers de la consultation est la qualité de l'information. Dans l'hypothèse où une garantie intégrale du capital ne serait pas retenue, l'importance de la qualité de l'information devient alors prépondérante.

En conclusion, le courant dominant est celui qui privilégie la liberté de l'offre et de la demande pour le choix du couple risque / rendement des produits. Certains professionnels de la gestion, privilégiant dans leur offre des produits garantis (qui représentent les trois quarts des produits agréés) sont quant à eux favorables à la garantie.

Question n° 12 : appréciation du principe de division des risques

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 ?

57 % des personnes interrogées sont favorables à une adaptation de la règle de dispersion des risques selon les différents fonds à formule.

Les particuliers jugent ce point inutile et trop compliqué, ils préfèrent connaître le risque réel du produit dans lequel ils investissent.

La moitié des professionnels sont d'accord avec les propositions et un tiers ne se prononce pas. Pour un trésorier, il est indispensable de rester simple pour favoriser la compréhension de tous, un organisme de conseil remarque que le principe de division des risques est tenu en échec, il est opposé à un plafonnement du risque propre à chaque sous-jacent qui modifierait l'économie de l'option et donc le calcul de la formule, enfin, un cabinet d'avocats semble satisfait des propositions faites qui conduisent à plus de flexibilité pour le choix des sous-jacents et à une application plus souple de la réglementation.

L'AFG-ASFFI est d'accord avec les points 1 et 2, en revanche, pour le dernier point proposé dans la consultation, le plafonnement du risque propre à chaque sous-jacent peut selon elle conduire parfois à une augmentation du risque.

La contribution de l'AFG-ASFFI, reprise par la plupart des sociétés ayant répondu, propose l'axe de réflexion suivant :

" En ce qui concerne les fonds qui comportent des barrières, la COB propose une analyse différente, fondée sur l'observation qu'un plus grand nombre de valeurs peut être un facteur d'augmentation des risques.

Elle propose "de plafonner le risque propre à chaque actif sous-jacent de façon indépendante".

Ce principe pourrait se mesurer de la façon suivante, sur la base de la valeur liquidative de référence :

(i) on fixe toutes les actions sauf une ;

(ii) on fait bouger, de façon indépendante, une seule action, de 1% et on regarde quelle est la perte subie par le swap, donc par le fonds ;

(iii) on prend 100 fois cette perte (car 100 fois 1% = 1) et on appelle cette perte le sous-jacent du contrat à terme relatif à l'action en question. On applique ensuite la règle 5-10-40."

Cette dernière question est technique (et échappe totalement à l'investisseur particulier) mais néanmoins essentielle au plan juridique (sous l'angle à la fois du décret et de la directive). La première conclusion est la nécessité d'organiser une réflexion entre la profession de la gestion et les autorités de tutelle.

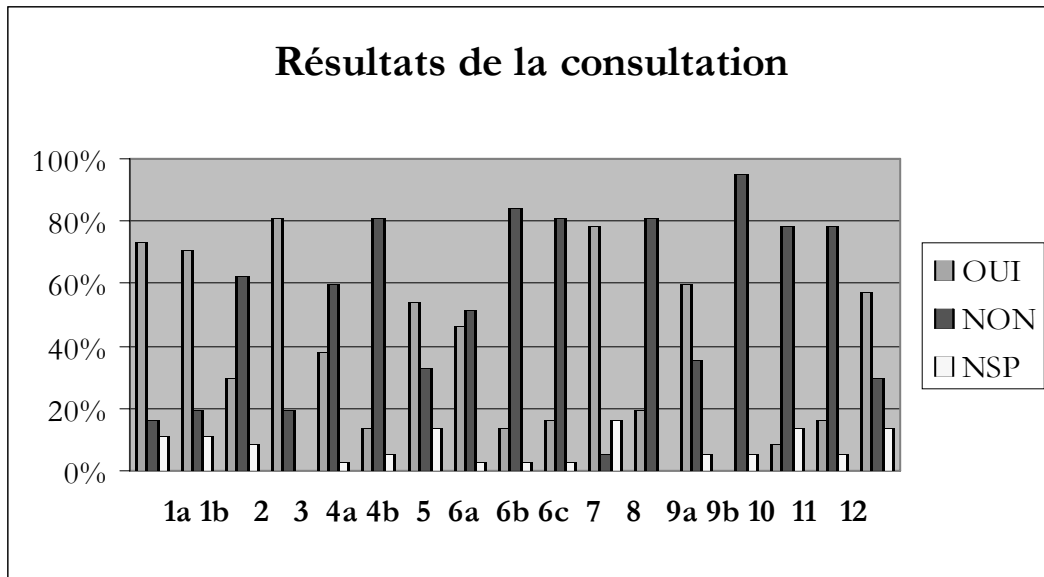
D'une manière générale, les deux premières orientations proposées par la Commission sont considérées comme des pistes satisfaisantes. Les principaux axes de réflexion évoqués sont les suivants :

- la possibilité, dans la notice d'information, de préciser quelles sont les hypothèses retenues afin de répondre à l'obligation de division des risques ;
- la mise en place d'un avertissement systématique dans la notice d'information sur le fait que l'exposition de la part à risque peut être concentrée sur un nombre de sous-jacents pouvant être inférieur au nombre de sous-jacents total.

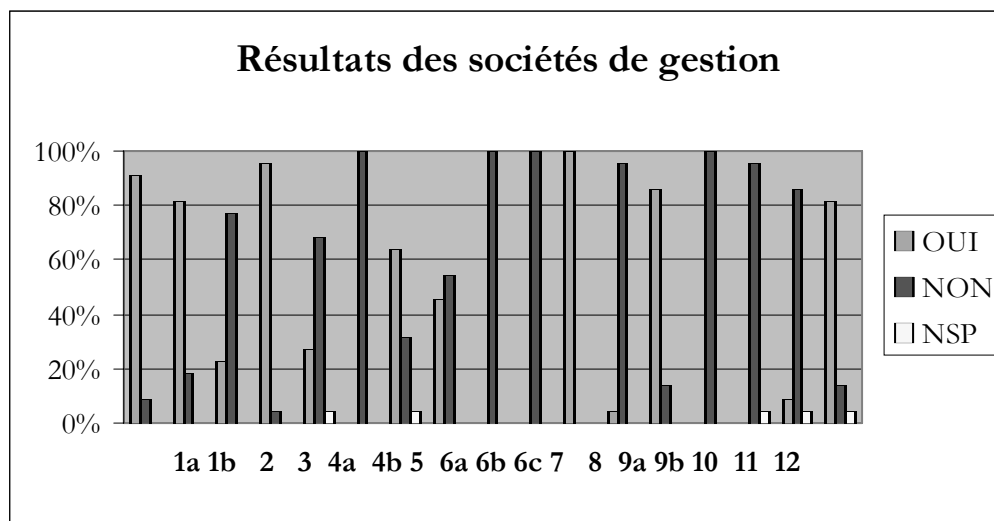
Sur le dernier point de la réponse de l'AFG-ASFFI (la pondération des options contenues dans la formule au regard de la dispersion des risques) semble n'être, sous une forme littéraire, qu'un calcul de delta des options à la constitution du fonds, ce qui se heurte toujours à la même réserve (cette méthode semble relever d'une utilisation erronée du delta de l'option, lequel est par définition volatile et non linéaire).

Annexe : synthèse des réponses

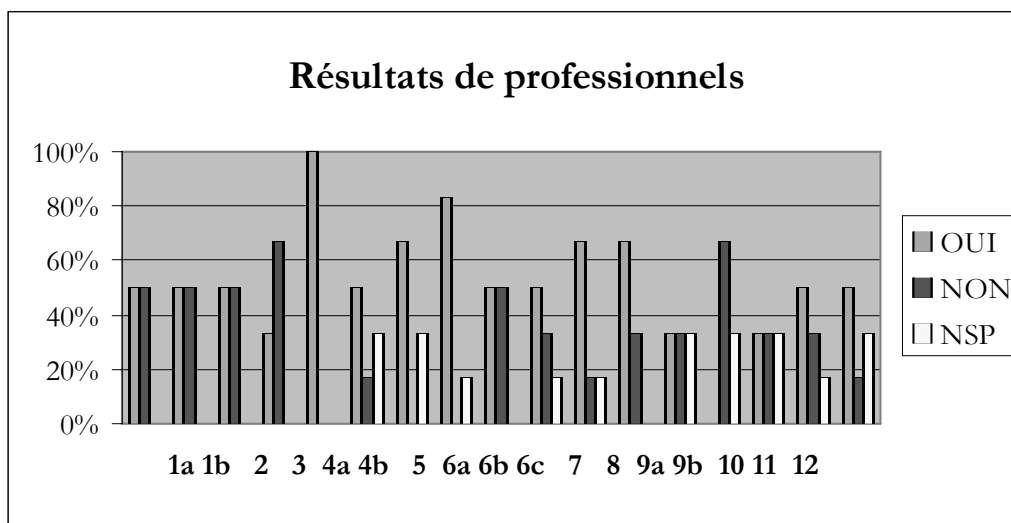
Dans un souci de précision, les questions nécessitant plusieurs réponses ont été individualisées (ex : Question 1 : 1a, 1b correspondant respectivement à l'appellation et la définition des fonds à formule).



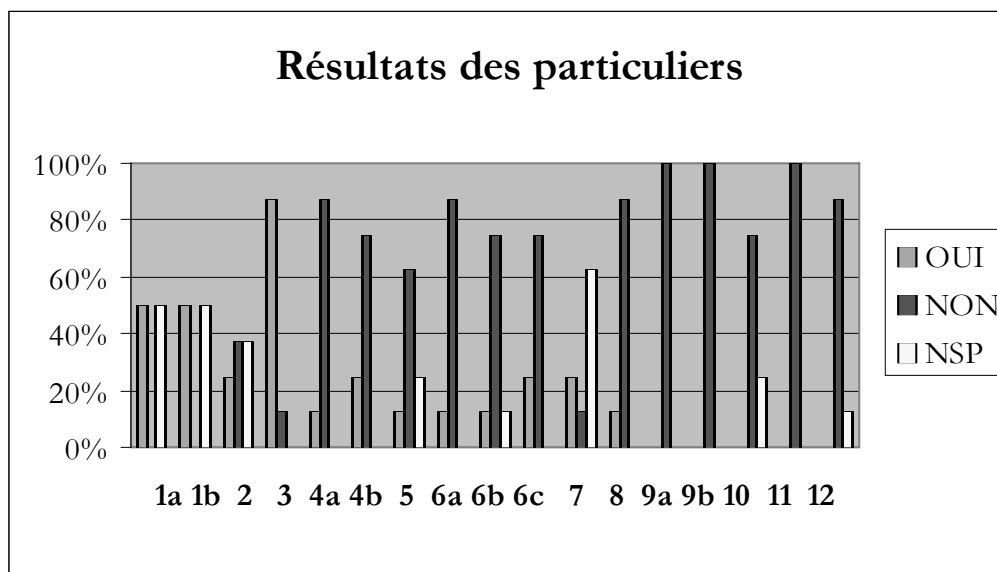
Ce tableau reprend l'intégralité des 36 réponses exploitables reçues. Dans un souci de transparence, toutes les réponses de soutien à la propositions de l'AFG-ASFFI ont été prises en compte comme autant de réponses.



Ce tableau reprend les 22 réponses des sociétés de gestion exploitables reçues. Dans un souci de transparence, toutes les réponses de simple soutien à la propositions de l'AFG-ASFFI ont été prises en compte comme autant de réponses.



On entend ici par professionnels les réponses au nombre de six faites par des organismes n'intervenant ni comme investisseurs particuliers ni comme gérants : commissaire aux comptes, consultant, avocat, distributeur, trésorier.



Sur les 11 réponses, 8 ont pu être exploitées.