



RAPPORT

relatif à la commercialisation des produits financiers

Présenté par

Jacques DELMAS-MARSALET

– Novembre 2005 –

SOMMAIRE

RESUME DU RAPPORT.....	1
INTRODUCTION.....	5
I. LES RAISONS D'AGIR.....	7
1.1. UN BESOIN ACCRU D'INFORMATION ET DE CONSEIL LIE AU TRANSFERT DE RISQUE ET DE RESPONSABILITE VERS LES MENAGES DANS DES SYSTEMES FINANCIERS DESINTERMEDIES	7
1.1.1. <i>La désintermédiation bancaire et le transfert du risque en matière d'assurance-vie.....</i>	7
1.1.2. <i>L'évolution des systèmes de préparation de la retraite</i>	8
1.1.3. <i>Une demande accrue d'information et de conseil s'adressant aux intermédiaires financiers.....</i>	8
1.2. LES LEÇONS A TIRER DES CAS DE COMMERCIALISATION ABUSIVE OU INADAPTEE CONSTATES DANS LE PASSE	9
1.2.1. <i>Des défauts dans l'information relative aux produits.....</i>	9
1.2.2. <i>Des méthodes de commercialisation peu propices à un bon exercice de la fonction de conseil.....</i>	10
1.2.3. <i>Le rôle ambivalent des structures de distribution.....</i>	11
1.2.4. <i>Des conséquences négatives, pour l'épargnant, pour les établissements et pour le système financier dans son ensemble.....</i>	12
1.3. LES EXIGENCES COMMUNAUTAIRES ET DE COMPETITIVITE INTERNATIONALE.....	13
1.3.1. <i>Le renforcement des obligations d'information et de conseil dans les directives européennes</i>	13
1.3.2. <i>L'action des régulateurs britannique et américain en matière de commercialisation</i>	15
1.4. DES CONDITIONS DE CONCURRENCE INEGALES ENTRE PRODUITS, ENTRE ACTEURS ET ENTRE CANAUX DE DISTRIBUTIONS	17
1.4.1. <i>Des inégalités de traitement entre produits.....</i>	17
1.4.2. <i>D'inégales conditions de concurrence entre acteurs.....</i>	19
1.4.3. <i>Des risques de distorsion de concurrence entre les différents canaux de distribution.....</i>	19
II. LES RECOMMANDATIONS.....	21
2.1. ASSURER UNE INFORMATION PLUS PERTINENTE SUR LES PRODUITS	21
2.1.1. <i>Simplifier l'information pré-contractuelle en la centrant sur les éléments nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision d'investissement.....</i>	21
2.1.2. <i>Evaluer de manière plus prospective les chances de gains et risques de pertes des produits financiers.....</i>	24
2.1.3. <i>Mieux identifier le « profil type de l'investisseur » auquel est destiné le produit.....</i>	25
2.1.4. <i>Surveiller la publicité sur les produits.....</i>	28
2.1.5. <i>Renforcer les obligations d'information sur les propositions de souscriptions de produits financiers financés par des prêts.....</i>	30
2.2 MIEUX CIBLER LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS D'EPARGNE DANS LES RESEAUX.....	30
2.2.1. <i>Affiner la segmentation de la clientèle</i>	30
2.2.2. <i>Profiler davantage l'offre de produits</i>	31
2.2.3. <i>Hiérarchiser les habilitations et adapter les compétences des conseillers vendeurs.....</i>	32
2.3. FOURNIR UN CONSEIL ADAPTE	33
2.3.1. <i>Délimiter le champ d'application et l'étendue de l'obligation de conseil</i>	33
2.3.2. <i>Développer des outils d'aide au conseil.....</i>	37
2.3.3. <i>Garder trace de la prestation de conseil.....</i>	38
2.4. PRESERVER L'OBJECTIVITE ET L'IMPARTIALITE DU CONSEIL	39
2.4.1. <i>Dans les réseaux intégrés.....</i>	39

Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers

2.4.2. Pour les distributeurs indépendants.....	40
2.4.3. La sélection des produits.....	42
2.5. MIEUX RESPONSABILISER LES ACTEURS.....	43
2.5.1. Clarifier les responsabilités respectives du producteur et du distributeur	43
2.5.2 Créer un statut de courtier en produits financiers.....	44
2.5.3. Aider le consommateur de produits financiers à assumer ses responsabilités.....	44
2.6. AMELIORER LE SERVICE APRES VENTE.....	46
2.6.1. Rester vigilant sur les conditions dans lesquelles sont apportées des modifications en cours de vie du contrat ou du produit.....	46
2.6.2. Faciliter le traitement amiable des litiges.....	47
III. LA MISE EN ŒUVRE.....	49
3.1.DES DISPOSITIONS LEGISLATIVES ET REGLEMENTAIRES EN NOMBRE LIMITE.....	49
3.1.1.Les dispositions législatives.....	49
3.1.2.Les dispositions réglementaires.....	50
3.2.DES REGLES DE CONDUITES A INSCRIRE DANS DES CODES PROFESSIONNELS APPROUVES PAR LES REGULATEURS.....	50
3.2.1.La liste des règles de conduite concernées.....	51
3.2.2.La procédure proposée	52
3.3. LE CONTROLE DE CONFORMITE A L'INTERIEUR DES ETABLISSEMENTS.....	53
3.4. LE ROLE DES REGULATEURS.....	54
3.4.1. Parfaire l'harmonisation des pouvoirs de contrôle, d'injonction et de sanction des autorités indépendantes.....	55
3.4.2. Renforcer la coopération entre les trois autorités.....	55
3.4.3. Etendre à la CCAMIP et la Commission bancaire la possibilité d'émettre des recommandations et instructions d'application	56
3.4.4. Mieux assurer la représentation des consommateurs de produits financiers auprès des régulateurs.....	57
CONCLUSION	58
LISTE DES ANNEXES AU RAPPORT.....	59

RESUME DU RAPPORT

Le rapport traite des voies et moyens d'améliorer les conditions de commercialisation des produits d'épargne.

1) Les **raisons d'agir** en ce sens résident autant sinon plus dans la nécessité de préparer un avenir marqué par un besoin croissant d'information et de conseil des ménages en matière de placement de leur épargne, notamment en vue de la retraite, que dans celle d'éviter la reproduction de ventes abusives ou inadaptées constatées dans le passé.

Celles qui se sont produites en France, d'ailleurs à une moindre échelle que dans d'autres pays, particulièrement dans les années 1999-2000, ont été dues aussi bien à des défauts dans l'information sur les produits (tendance à les vendre sur la base de leurs performances passées les plus récentes, publicité occultant ou minorant les risques de perte, accent excessif mis sur la liquidité de produits qui n'ont tout leur intérêt que s'ils sont détenus de manière durable) que sur des méthodes de commercialisation peu propices à un bon exercice de la fonction de conseil (campagnes commerciales axées sur la vente d'un produit, souvent insuffisamment ciblées et non accompagnées d'une analyse suffisante de la situation financière, des besoins, de l'horizon de placement et du profil de risque de l'épargnant). Des actions ont été engagées, dans plusieurs établissements, pour corriger certaines de ces pratiques et doivent être encouragées et généralisées.

En revanche, les transformations des systèmes financiers et de l'offre des produits (désintermédiation bancaire, développement des contrats d'assurance-vie en unités de compte) se traduisent par un transfert de risque et de responsabilité vers les ménages qui ne pourra que s'accroître avec l'évolution des systèmes de préparation de la retraite (des systèmes d'épargne individuelle ou collective à cotisations définies prenant en partie le relais des systèmes publics ou d'entreprises à prestations définies).

Les exigences accrues d'information et de conseil qui en résultent pour les intermédiaires financiers ont été prises en compte par les dernières directives européennes sur l'intermédiation en assurance et sur les marchés d'instruments financiers ainsi que par les régulateurs anglo-saxons.

Le rapport souligne que ces exigences devront être appliquées de manière égale à tous les produits d'épargne (qu'il s'agisse de titres placés en direct, d'OPCVM, de parts ou actions de sociétés immobilières ou de contrats d'assurance-vie) à tous les acteurs (réseaux salariés comme distributeurs indépendants) et à tous les canaux de distribution (en face à face ou à distance) afin de prévenir ou de corriger des distorsions de concurrence.

2) Pour y répondre, le rapport formule un certain nombre de **recommandations** regroupées autour de six grands objectifs

Le premier est d'assurer **une information plus pertinente sur les produits**

Tout d'abord, l'information pré-contractuelle (prospectus simplifié pour les OPCVM et note d'information pour les contrats d'assurance-vie) devrait être simplifiée et centrée sur les **six éléments clés** qui sont nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause :

- la nature du produit (actions, obligations, monétaire... pour les OPCVM ; contrat individuel ou collectif, avec sortie en rente ou en capital pour les contrats d'assurance-vie),
- l'existence ou non d'une garantie inconditionnelle de récupération du capital investi,
- la durée minimale de placement recommandée qui doit prendre le pas sur la liquidité pour tous les produits à risque, toutes les statistiques montrant que le rapport rendement/risque des placements, notamment en actions, est d'autant plus favorable que la durée de détention est longue,
- une évaluation prospective des chances de gain et des risques de perte sur cette durée, dans au moins deux scénarios contrastés d'évolution des marchés,
- les frais globaux, pour lesquels le rapport propose un indicateur synthétique de leur incidence sur le rendement du produit, sur sa durée de placement recommandée,
- le profil-type de l'investisseur à qui est destiné le produit : à cet égard, le rapport préconise que les produits les plus risqués et les plus complexes, pour lesquels le risque de vente inadaptée serait le plus important s'ils étaient diffusés dans le grand public, puissent être réservés aux investisseurs qualifiés, tant en France qu'au niveau européen.

Ensuite, la **publicité** sur les produits doit être surveillée de manière plus systématique afin de s'assurer qu'elle est correcte, claire et non trompeuse, équilibrée dans sa présentation des avantages et des risques du produit et cohérente avec ses caractéristiques.

Enfin, les promoteurs de produits financés par des prêts devraient indiquer le rendement minimum que devrait dégager le produit pour couvrir les frais (intérêts du prêt compris).

Le deuxième objectif est de **mieux cibler la commercialisation dans les réseaux**. S'inspirant des meilleures pratiques relevées dans les établissements auditionnés par la mission, le rapport recommande, à cet égard, une segmentation plus fine de la clientèle, une modulation de l'offre permettant de définir les gammes de produits adaptés à chaque segment de clientèle et une hiérarchisation de la force de vente permettant d'adapter, par des formations ou une expérience appropriées, les compétences des conseillers-vendeurs à la nature des produits qu'ils sont habilités à vendre. Pour ce faire, il est proposé de doter chaque conseiller-vendeur d'un carnet de formation sur lequel serait consignée la formation reçue et l'expérience acquise dans la vente de ces produits.

Le troisième objectif est de **fournir au client un conseil adapté**

A cet égard, le rapport délimite clairement le champ de l'obligation de conseil qui s'attache à la vente consécutive soit à une sollicitation personnalisée du client par le vendeur, soit à une demande de conseil formulée par le client. Elle se distingue de la simple exécution d'un ordre d'achat passé par le client, généralement à distance, sans demande de conseil, mais dont le prestataire doit faire la preuve qu'elle répond aux conditions de l'« *execution only* » prévue par la directive sur les marchés d'instruments financiers.

Le rapport détermine, par ailleurs, l'étendue des diligences minimales à accomplir par le vendeur, dans le cadre d'une vente conseillée, en matière de connaissance du client et de recherche des produits adaptés à sa situation financière, à ses objectifs, à son horizon de placement et à son profil de risque.

Pour en faciliter l'exercice, le rapport préconise le développement, par les établissements, d'outils d'aide au conseil dont devraient être équipés les postes de travail des conseillers-vendeurs, dans le double but de les aider à surmonter leur réticence à proposer des placements à risque, notamment des actions, même lorsque ce type de placement répondrait aux besoins du client, et de mettre le conseil à la disposition de couches plus larges de clientèle, à un coût qui ne soit pas prohibitif.

Enfin, conformément aux directives européennes, le rapport recommande qu'il soit gardé trace de la prestation de conseil, par archivage de la fiche de connaissance du client et des préconisations effectuées dans le dossier informatisé du client, ce afin de permettre de contrôler l'exécution de l'obligation de conseil et d'en apporter la preuve en cas de contestation.

Le quatrième objectif est de **préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil** qui pourraient être biaisés par les modes de rémunération du vendeur. Pour l'éviter, il est préconisé :

- dans les réseaux intégrés, que les établissements veillent à la plus grande neutralité possible des systèmes de rémunération variable et d'évaluation des vendeurs à l'égard de la vente de tel ou tel produit déterminé,
- pour les distributeurs indépendants du producteur, que celui-ci déclare chaque année à son autorité de contrôle les taux de rétrocession de commission pratiqués par lui l'année précédente pour chacun de ses produits à l'égard de ses différents distributeurs, afin de permettre à l'autorité de contrôle de repérer et de sanctionner d'éventuels accords de distribution préférentielle (« têtes de gondole ») qui ne seraient pas justifiés par l'intérêt du consommateur et auraient pu biaiser les préconisations du conseiller-vendeur. Pour les produits importés, la même obligation incomberait au distributeur.

Afin de favoriser un mode de rémunération du conseil plus neutre, sous forme d'honoraires versés par le clients, il est proposé notamment d'admettre ces honoraires en déduction des revenus imposables du patrimoine.

Le cinquième objectif est de **mieux responsabiliser tous les acteurs de la commercialisation** :

- d'abord en clarifiant les responsabilités respectives du producteur et du distributeur, le premier étant responsable de la conception et du profilage du produit, des documents et informations contractuelles et pré-contractuelles ainsi que de la vérification que la publicité est cohérente avec les caractéristiques du produit, le second étant seul responsable de la transmission de l'information et du conseil donné au client,

- ensuite en ouvrant aux conseillers en investissements financiers la possibilité d'opter pour un statut de courtier, mandataire du client, plutôt que pour celui de démarcheur mandaté par le producteur,
- enfin, en formant le consommateur de produits financiers à poser les bonnes questions aux conseillers-vendeurs et en lui faisant passer certains messages, notamment quant à l'importance de la durée minimale de placement recommandée ; pour ce faire, il est proposé de communiquer sur les performances des produits appréciées, de manière glissante, sur cette durée plutôt que sur les performances année après année.

Le sixième et dernier objectif est d'**améliorer le service après-vente** :

- d'une part en restant vigilant sur les conditions de modification, en cours de vie, du produit ou du contrat,
- d'autre part, en favorisant le règlement amiable des litiges par la systématisation d'un service central de traitement des réclamations au sein de chaque établissement et par un droit d'accès à la médiation.

3) Pour la **mise en œuvre de ces recommandations**, le rapport propose, à côté de mesures législatives ou réglementaires en nombre limité, de privilégier l'inscription des règles préconisées dans des codes de bonne conduite qui seraient élaborés par les associations représentatives des professions concernées et soumis, à leur initiative, à l'approbation des pouvoirs publics, plutôt que dans des textes réglementaires. Ce n'est que dans le cas où ces codes n'auraient pas été élaborés dans le délai d'un an que ces règles devraient être reprises dans les règlements des autorités.

Le respect de ces règles serait assuré d'une part par le « contrôle de conformité » institué au sein des établissements de crédit et entreprises d'investissement et par le contrôle interne des entreprises d'assurance, d'autre part par les autorités de régulation et de contrôle (AMF, CCAMIP, Commission Bancaire).

Pour ces dernières, il est proposé :

- d'harmoniser les pouvoirs de contrôle, d'injonction et de sanction en étendant à la CCAMIP le pouvoir, reconnu à l'AMF et à la Commission bancaire, de sanctionner les manquements aux règles de conduite professionnelles,
- de renforcer la coopération entre elles, notamment par des contrôles conjoints et des études coordonnées sur des sujets d'intérêt commun,
- d'étendre à la CCAMIP et à la Commission bancaire le pouvoir, reconnu à l'AMF, de formuler des recommandations et instructions pour l'interprétation des lois et règlements qu'elles sont chargées d'appliquer,
- d'assurer auprès d'elles une meilleure représentation des consommateurs de produits financiers par l'institution d'un panel de consommateurs au sein du comité consultatif du secteur financier.

C'est donc une véritable **charte de la commercialisation** des produits financiers que propose le rapport aux professionnels comme aux consommateurs.

INTRODUCTION

A la suite de ventes inadaptées de produits financiers survenues dans un passé récent et dans la perspective de la mise en œuvre du statut de conseiller en investissements financiers ainsi que de la transposition de diverses directives européennes, le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie nous a demandé, par lettre du 6 avril 2005, de réfléchir aux moyens « *de prévenir les risques de commercialisation abusive et de tendre à une organisation harmonisée et cohérente de la commercialisation* » des produits d'épargne (cf. annexe I).

1) Les termes de cette lettre limitent clairement le **champ de la mission** à la commercialisation de ces produits auprès des **particuliers**, à l'exclusion des placements proposés aux investisseurs institutionnels qui relèvent d'une autre logique.

La notion de commercialisation n'est définie dans aucun texte français ou communautaire. On s'accorde cependant à reconnaître qu'elle implique une démarche active de vente d'un ou plusieurs produits de la part de distributeurs, que ce soit par voie de démarchage ou de conseil donné dans une agence bancaire, chez un intermédiaire d'assurance, chez un conseiller en investissements financiers, voire sur un site Internet. Elle se distingue ainsi de l'ordre d'achat ou de souscription spontanément passé par le client et que l'intermédiaire ne fait qu'exécuter.

Vente et ordre d'achat reposent cependant tous deux sur l'**information relative au produit** qu'est chargé d'élaborer le producteur. Celle-ci doit être suffisamment pertinente, claire et compréhensible pour permettre à l'épargnant de prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause.

La vente comporte, elle, un élément supplémentaire, le **conseil**, qui implique de la part du distributeur un effort de connaissance du client et de recherche du produit adapté à ses besoins, à son profil de risque et à son horizon de placement. A cet égard, une vente abusive ou, tout au moins, inadaptée peut consister aussi bien à vendre un produit particulièrement risqué à un épargnant recherchant la sécurité qu'à vendre un actif sécurisé mais de faible rendement à un épargnant prêt à prendre des risques pour obtenir un rendement plus élevé.

C'est donc autour de ces deux thèmes de l'information et du conseil que se sont centrés les travaux de la mission.

Bien qu'ayant couvert l'ensemble des produits d'épargne, ces investigations ont porté davantage sur l'**épargne « financière »** (OPCVM et assurance-vie principalement, mais aussi placement d'actions sur le marché primaire, de parts de sociétés immobilières ou de produits structurés) que sur l'épargne « bancaire » (livrets et plans d'épargne constitués dans le bilan des banques) qui pose moins de problèmes de compréhension pour l'épargnant.

2) Dans le cadre ainsi délimité, nos travaux, qui se sont déroulés d'avril à octobre 2005, ont été nourris par :

- un **groupe de travail** composé de représentants de la Direction générale du Trésor et de la politique économique, du Comité consultatif du secteur financier et des trois autorités indépendantes chargées de la régulation ou du contrôle de ce secteur (l'Autorité des marchés financiers, la Commission de contrôle des assurances, mutuelles et institutions de prévoyance et la Commission bancaire) : ce groupe a tenu onze réunions, alimentées par des notes d'analyse et de réflexion de ces autorités (cf. annexe II) ;
- une série d'**auditions** (cf. annexe III) :
 - ? 14 auditions d'entreprises ou établissements du secteur financier (six banques à réseau, trois entreprises d'assurance, cinq indépendants) complétées par les réponses de ces établissements à des questionnaires détaillés ;
 - ? les auditions de six associations professionnelles, de quatre associations de consommateurs et d'un avocat spécialisé.

3) Les résultats de ces travaux sont consignés dans le présent rapport qui comporte trois parties.

La première, en forme de constat, présente les **raisons d'agir** en vue d'améliorer les conditions de commercialisation des produits financiers.

Ces raisons résident autant, sinon plus, dans la nécessité de préparer un avenir marqué par un besoin croissant d'information et de conseil des ménages dans le domaine de l'épargne, notamment pour la retraite, que dans la prévention des ventes abusives ou inadaptées, dont il convient cependant d'analyser les causes afin d'éviter qu'elles ne se reproduisent.

La deuxième partie présente les **recommandations** issues des réflexions et consultations menées par la mission.

Elles ont trait à la pertinence de l'information sur les produits, à la qualité du conseil fourni au client, qui exige, notamment, un meilleur ciblage de la commercialisation, à la clarification des responsabilités respectives des producteurs, des distributeurs et des consommateurs dans ces domaines ainsi qu'à l'amélioration du service après vente.

La troisième partie analyse les modalités de **mise en œuvre** de ces recommandations.

Celles-ci passent moins par des dispositions législatives ou réglementaires –qui devraient être en nombre limité– que par l'inscription des bonnes pratiques relevées ou préconisées par la mission dans des codes de bonne conduite professionnels qui pourraient être approuvés ou reconnus par les pouvoirs publics et dont l'application devrait faire l'objet d'un double contrôle : de « conformité » à l'intérieur de l'établissement et de la part des régulateurs.

I.

LES RAISONS D'AGIR

La mission qui nous a été confiée trouve sa justification dans quatre raisons fondamentales :

- le besoin accru d'information et de conseil lié au transfert de risque et de responsabilité vers les ménages dans un système financier de plus en plus « désintermédié » ;
- la nécessité d'éviter le renouvellement des cas de ventes abusives ou tout simplement inadaptées (« *misselling* ») qui ont pu se produire dans un passé récent ;
- les exigences résultant tant de la réglementation européenne que des actions engagées par d'autres régulateurs en ce domaine ;
- les risques de distorsion de concurrence entre produits, entre acteurs et entre canaux de distribution qui peuvent se faire jour en matière de commercialisation des produits financiers.

1.1. Un besoin accru d'information et de conseil lié au transfert de risque et de responsabilité vers les ménages dans des systèmes financiers désintermédiés

Ce besoin résulte de deux évolutions fondamentales de notre système financier qui ont pour effet de transférer aux ménages une part croissante à la fois du risque et de la responsabilité du choix de leurs placements.

1.1.1. La désintermédiation bancaire et le transfert du risque en matière d'assurance-vie

Auparavant, les risques de crédit et de marché étaient principalement portés par les banques et les assurances. Aujourd'hui, ils le sont plus largement par les ménages. Cette évolution, déjà largement engagée depuis un quart de siècle, comporte deux volets (cf. annexe IV).

Le premier est un **accroissement, dans le total de l'épargne des ménages, de la part de l'épargne financière investie en titres, parts d'OPCVM ou contrats d'assurance-vie** par rapport à l'épargne placée sous forme de livrets, comptes ou plans d'épargne dans le bilan des banques. C'est ainsi que de 1990 à 2003, la part de cette épargne « bancaire » dans le total du patrimoine financier des ménages (hors actions non cotées et autres participations) a baissé de plus de 10 points, revenant de 53,3 % à 42,5 %.

Le deuxième changement est le **développement**, dans le total des placements d'assurance-vie, **des contrats ou supports en unités de compte** par rapport aux contrats ou supports en euros. A la différence des seconds, qui sont au risque de l'assureur, les premiers sont, sous la seule réserve de l'existence de garanties planchers, accordées le plus souvent en cas de décès, au risque de l'assuré. Or, la part des provisions mathématiques des supports en unités de compte dans le total des provisions d'assurance-vie est passée de 10 % en 1994 à 18 % en 2003, après un pic de 22 % en 2000. Si la collecte a reculé entre 2000 et 2003 en raison de la crise boursière, elle a cependant repris à partir de 2004.

1.1.2. L'évolution des systèmes de préparation de la retraite

Ce transfert de risque et de responsabilité vers les ménages devrait être accentué, à l'avenir, par l'évolution des systèmes de préparation de la retraite.

En raison notamment du vieillissement de la population, cette évolution devrait être marquée, en France comme elle l'a été en Grande-Bretagne, par un relais partiel mais croissant des systèmes de retraite publics ou d'entreprise à prestations définies par des **systèmes d'épargne individuelle ou collective à cotisations dé finies**.

Dans ces systèmes, comme dans les placements directs ou indirects en instruments de marché, le risque et la responsabilité des choix sont reportés sur l'épargnant. Et cette responsabilité est d'autant plus lourde que l'horizon de placement est long.

Le défi auquel se trouve confronté l'épargnant est d'avoir à arbitrer entre le rendement et la sécurité. Le rendement doit être recherché en priorité si l'on ne veut pas que le coût de constitution de ces compléments de retraite soit prohibitif, et il ne peut être obtenu, à cet horizon, que par un placement important au départ en actions. D'un autre côté, la sécurité doit être d'autant plus assurée que l'on se rapproche de l'âge de la retraite. Même si la conception de certains produits réglementés, tel le PERP, tend à faciliter cet arbitrage, la marge de choix laissée à l'épargnant entre les différents produits et, à l'intérieur d'un même produit, entre formules (rente viagère, capital différé, retraite par points) comme entre supports (euro, euro-diversifié, unités de compte) est très large.

1.1.3. Une demande accrue d'information et de conseil s'adressant aux intermédiaires financiers

Les épargnants ne pourront exercer correctement les choix auxquels les confrontent ces évolutions qu'à la condition d'être bien informés et bien conseillés.

Ils doivent être informés, de manière claire, loyale et non trompeuse, sur les caractéristiques essentielles, les avantages et inconvénients des produits qui peuvent répondre à leurs besoins.

Ils doivent par ailleurs être **conseillés de manière adaptée**, ce qui implique idéalement trois choses :

- un **diagnostic le plus exact possible** sur leur situation, leurs objectifs, leur horizon de placement et leur degré d'acceptation des risques,
- un **conseil approprié en allocation d'actifs** permettant, à chaque étape de leur vie, de définir la composition de leur épargne par classe d'actifs la plus adaptée à leurs besoins et à leur capacité de placement,
- un **conseil** le plus objectif que possible sur le **choix des produits** présentant, pour chaque classe d'actifs, les meilleures perspectives de rendement net de frais pour un niveau de risque donné.

Cette demande d'information et de conseil s'adresse tout naturellement aux intermédiaires financiers, qu'il s'agisse de banques, d'entreprises d'assurance ou de conseillers en gestion de patrimoine. Ceux-ci doivent se mettre en état d'y répondre, d'une manière évidemment adaptée à chaque client et impartiale.

1.2. Les leçons à tirer des cas de commercialisation abusive ou inadaptée constatés dans le passé

Au regard de ces exigences, la plupart des grands pays avancés dans la voie de l'économie financière de marché ont connu, au cours de ces dernières années, des cas de ventes abusives ou simplement inadaptées dont il convient d'analyser les causes afin d'éviter le renouvellement de pratiques porteuses de conséquences dommageables tant pour les épargnants que pour les établissements eux-mêmes et pour le système financier dans son ensemble.

1.2.1. Des défauts dans l'information relative aux produits

A la base des cas de « *misselling* » constatés dans un passé récent se trouvent des défauts dans l'information pré-contractuelle¹ et dans la publicité sur les produits financiers.

Le plus répandu réside dans la tendance à **promouvoir les ventes sur la base des performances passées les plus récentes du produit** ou – s'agissant des nouveaux produits – du marché qui leur sert de support. Cette référence accentue la tendance naturelle des épargnants à adopter un comportement pro-cyclique en achetant, contrairement à la règle d'or des boursiers, « au son du clairon », souvent au plus haut, et en vendant « au son du canon », souvent au plus bas. Ce comportement a été particulièrement marqué tant sur le marché des actions que sur celui des parts ou actions de sociétés immobilières (cf. annexe V).

A cela s'est fréquemment ajoutée une **publicité mettant trop exclusivement en avant les chances de gain et occultant ou minimisant les risques de perte**, de nature à induire les épargnants en erreur. C'est ainsi qu'ont pu être compris par les épargnants comme étant garantis des produits structurés au Royaume Uni ou des « fonds à promesse »² en France qui n'étaient en réalité protégés que contre un risque de baisse limitée du marché.

De plus, l'information publicitaire, et parfois même contractuelle ou pré-contractuelle, sur les produits a souvent **mis l'accent**, dans le but d'appâter l'épargnant, **sur la liquidité de produits qui n'ont en réalité un couple rendement/risque satisfaisant que s'ils sont détenus sur une période suffisamment longue**. C'est ainsi que les contrats d'assurance-vie sont souvent présentés comme disponibles à tout moment, la réglementation imposant même d'afficher leur valeur de « rachat » à l'issue de chacune des huit premières années du contrat, alors que la durée de placement nécessaire, ne serait-ce que pour bénéficier pleinement de leur régime fiscal privilégié, est de huit ans.

A cela s'ajoutent deux défauts liés à la conception même des produits.

¹ L'information pré-contractuelle est l'information à remettre avant la signature du contrat ou la souscription du produit et peut avoir elle-même valeur contractuelle.

² Aujourd'hui appelés « fonds à formule ».

D'une part, **une fraction croissante de ceux-ci sont de plus en plus risqués et/ou complexes**. La faiblesse des taux d'intérêt conduit à accroître l'effet de levier dont dépend le rendement, mais aussi le risque, non seulement sur des fonds d'arbitrage relevant de la gestion alternative, mais aussi sur des OPCVM « coordonnés » commercialisables dans le grand public et auxquels la directive OPCVM telle qu'elle a été amendée en 2004 ouvre assez largement la possibilité d'utiliser des produits dérivés. Par ailleurs, les fonds à formule font appel à des indexations de performance sur des paniers d'indices ou de valeurs à géométrie variable dans le temps, de plus en plus ésotériques et donc de moins en moins compréhensibles par l'investisseur moyen, voire même par les vendeurs.

D'autre part, **les nouveaux produits mis sur le marché sont trop souvent insuffisamment ciblés**. Alors que la réglementation impose aux concepteurs d'OPCVM de définir le « profil type de l'investisseur » auquel est destiné le produit, ce profil n'est le plus souvent défini que par le rappel de l'objectif de gestion de l'OPCVM, sans même qu'il soit indiqué si le produit est destiné à des investisseurs qualifiés ou au grand public. Cela ne facilite évidemment pas une bonne commercialisation.

1.2.2. Des méthodes de commercialisation peu propices à un bon exercice de la fonction de conseil

Parmi les causes de ventes abusives ou inadaptées constatées dans un passé récent figure, en tout premier rang, **la commercialisation par voie de campagnes axées sur la vente d'un produit** que l'on cherche à placer auprès d'un maximum de clients, sans trop se soucier de son adéquation à leurs besoins (politique dite du « *push product* »).

Ces campagnes ont parfois été **insuffisamment ciblées** ce qui a conduit à proposer le produit à des personnes pour lesquelles il n'avait pas été conçu. De plus, les ventes auxquelles elles ont donné lieu n'ont souvent pas été accompagnées d'un minimum de diagnostic qui aurait permis de prendre en compte la situation financière, les objectifs et l'horizon de placement ainsi que le profil de risque de l'acheteur. Elles l'ont été d'autant moins que s'exerçaient sur les vendeurs, parfois insuffisamment formés, des incitations fortes à réaliser le volume maximum de ventes, que ce soit par la voie d'un commissionnement assis sur ce volume ou par prise en compte d'objectifs quantitatifs ambitieux dans l'évaluation des collaborateurs.

Cette conjonction de circonstances a pu générer des ventes abusives ou tout au moins inappropriées. Ainsi, les services de médiation des autorités ont-ils eu à connaître des cas de personnes âgées et/ou à revenus modestes à la recherche de placements sécurisés, parfois dans l'attente de réalisation d'un projet immobilier, incitées à investir, en 2000, une part substantielle voire la totalité de leur épargne de précaution dans des contrats d'assurance-vie en unités de compte à profil « dynamique », donc particulièrement risqués, ou dans des « fonds à promesses » présentés comme sûrs et tranquilles alors qu'ils n'étaient que partiellement protégés contre le risque de baisse de la bourse ; ou encore, à la même époque, des cas de placement dans des PEA de sommes provenant d'un PEL ou d'un PEP arrivés à échéance et destinées à l'acquisition prochaine d'un logement ou, pire, de l'indemnité compensatoire allouée à une femme divorcée percevant seulement le RMI et qui avait besoin de disposer de son épargne pour faire face à ses dépenses en attendant de trouver un emploi.

Sans aller jusqu'à ces extrêmes, on peut également relever que la pratique des campagnes commerciales axées sur un produit, encore répandue dans nombre de réseaux, **a pu conduire à un conseil fiscal inadapté dans le lancement récent du PERP**. Alors que ce produit ne présente un réel avantage fiscal à l'entrée que pour les personnes significativement imposables à l'impôt sur le revenu, les chiffres transmis à la mission par la direction générale des impôts montrent que, en 2004, **18 % des détenteurs de PERP n'étaient pas assujettis à cet impôt**.

1.2.3. Le rôle ambivalent des structures de distribution

A la différence du modèle anglo-saxon, **la distribution des produits financiers en France est largement dominée par les réseaux intégrés**, principalement bancaires, mais aussi d'assurance, et n'est encore assurée que marginalement par des distributeurs indépendants (cf. annexe IV).

Cette structure de distribution présente à la fois des avantages et des inconvénients.

Parmi les **avantages**, il faut relever que les banques à réseau, qui entretiennent une relation globale et généralement durable avec leurs clients, allant de la tenue de compte aux placements en passant par les crédits, sont naturellement bien placées pour connaître ces clients et leur proposer des produits adaptés. Joint au fait que les services offerts par la banque de détail en France sont, dans l'ensemble, de meilleure qualité que dans nombre d'autres pays, ce positionnement favorable explique en partie pourquoi, et malgré quelques exceptions notables, le *misselling* a été moins massivement répandu en France qu'il ne le fut, par exemple, en Grande-Bretagne dans les années 1990 (l'autre raison étant, il est vrai, la moindre exposition des ménages français, via des fonds de pension, au risque action).

Ce positionnement favorable, partagé à un moindre degré par les réseaux d'assurance, plus spécialisés, est cependant **contrecarré par deux phénomènes** :

- la multibancarisation croissante des ménages³ qui se traduit par une dispersion de leurs avoirs et impose à la banque principale (et *a fortiori* aux banques secondaires) de s'informer sur les avoirs détenus par leurs clients dans d'autres établissements si elles veulent éclairer leurs préconisations par un diagnostic patrimonial, ce qui ne va pas toujours de soi ;
- la mobilité des personnels en agence, particulièrement forte dans les réseaux centralisés, qui peut porter atteinte à la continuité de la relation avec le client, sauf à garder trace de celle-ci dans les archives de la banque.

Par ailleurs, la banque ou la compagnie d'assurance à réseau intégré peut se trouver en **conflit d'intérêt en ce qui concerne le choix des produits à proposer à l'épargnant**.

D'une part, **les exigences différenciées de fonds propres** imposées par la réglementation peuvent conduire l'établissement à privilégier, dans ses propositions, tel produit par rapport à tel autre : cela est particulièrement vrai pour les assureurs pour lesquels le ratio réglementaire de solvabilité n'est que de 1 % pour les contrats d'assurance-vie en unités de compte contre 4 % pour les contrats en euros.

³ L'enquête TNS SOFRES/Fidelity de Septembre 2005 met ainsi en évidence que 79% des épargnants interrogés ont des placements dans plusieurs établissements, ce chiffre s'élevant à 86% pour les épargnants ayant un patrimoine financier supérieur à 150 000 euros.

D'autre part, les réseaux intégrés auront **tendance**, pour une classe d'actifs donnée, à **proposer prioritairement - voire exclusivement - les produits « maison »** générateurs de marges pour leurs filiales de gestion, d'assurance-vie ou pour leurs salles de marché⁴. En pratique, cette tendance - clairement affichée à l'égard du client qui ne peut y échapper qu'en « faisant son marché » ailleurs - n'est démentie qu'en ce qui concerne la clientèle très haut de gamme de la banque (ou gestion) privée, qui se voit offrir une gamme plus large de produits de la concurrence ou, au niveau des sociétés de gestion, par le développement de la multi-gestion faisant appel à des gestionnaires extérieurs pour la gestion de certaines classes d'actif.

A l'inverse, **la distribution en «architecture ouverte** », par des distributeurs distincts des producteurs, qu'il s'agisse de conseillers en gestion de patrimoine désormais dotés du statut de conseillers en investissements financiers, de plates-formes ou de sites Internet à accès direct, présente en théorie un double avantage :

1) le premier, plus particulièrement attaché aux conseillers en investissements financiers, est de faciliter l'accès à un conseil patrimonial et en allocation d'actifs à la fois global et, sur ce chapitre, indépendant ;

2) le second, qui est commun à l'ensemble de ces canaux de distribution distincts des producteurs, est de permettre un choix plus large de produits dans chaque classe d'actifs et d'accroître les chances d'accéder aux produits ayant le meilleur rapport qualité/prix.

Sur ce dernier point, l'avantage théorique de la distribution externe⁵ doit être relativisé par le fait qu'en France, comme dans d'autres pays, **la rémunération du distributeur est encore assurée, pour l'essentiel, par rétrocession de commissions perçues par le producteur**, ce qui peut, dans certaines circonstances, biaiser le conseil en ce qui concerne le choix des produits. Cela est d'autant plus vrai qu'en France le conseiller financier ne peut réaliser lui-même une vente qu'en qualité de démarcheur mandaté par un ou plusieurs producteurs.

En attendant que le conseil indépendant puisse plus largement être rémunéré en tant que tel par le client, ce qui doit être encouragé mais prendra du temps, il convient de veiller à ce que chacun de ces modes de distribution puisse se développer dans des conditions d'égalité de concurrence.

1.2.4 Des conséquences négatives, pour l'épargnant, pour les établissements et pour le système financier dans son ensemble

Quelles qu'en soient les causes, les ventes abusives ou inadaptées de produits financiers peuvent avoir des conséquences durablement négatives pour l'épargnant, pour les établissements et pour le système financier dans son ensemble.

⁴ Ainsi, selon l'étude réalisée par Sofres-Fidelity, 51 % des personnes interrogées (sur un échantillon de portefeuilles en OPCVM supérieurs à 7 500 euros) ont le sentiment que les établissements cherchent avant tout à vendre leur(s) produit(s), indépendamment de la situation et des attentes du client. Cette proportion monte à 58 % pour les portefeuilles supérieurs à 150 000 euros.

⁵ Il faut d'ailleurs observer que la prépondérance de ce mode de distribution non intégré au Royaume-Uni n'a pas empêché les cas de *misselling* que l'on sait, non plus qu'aux Etats-Unis des sur-commissionnements ayant pu biaiser l'objectivité du conseil quant au choix des produits.

Au-delà des pertes qu'elles ont pu occasionner, ces pratiques, si elles venaient à se reproduire, pourraient **dissuader durablement les épargnants d'investir dans des actifs qui apparaissent risqués à court terme**, notamment dans les actions. Cela rendrait l'allocation du capital moins optimale qu'elle ne devrait l'être, non seulement du point de vue du financement de l'économie, mais aussi du point de vue des intérêts des épargnants qui pourraient avoir à investir davantage dans cette classe d'actifs dans la perspective à long terme de la préparation de leur retraite.

Le « *misselling* » comporte aussi des **risques de toute nature pour les établissements** : risque de réputation, mais aussi risques contentieux et financiers qui ne peuvent qu'aller croissant avec la montée du consumérisme, même si les actions en responsabilité n'ont pas encore pris en France l'ampleur qu'elles connaissent Outre-Atlantique.

Enfin le « *misselling* » est porteur de **risques pour le système financier dans son ensemble**. En accentuant le comportement pro-cyclique des ménages en matière d'allocation d'actifs entre les différents marchés (boursier, obligataire et immobilier), les ventes faites sur la base des performances passées les plus récentes peuvent amplifier les mouvements haussiers et baissiers et contribuer ainsi à compromettre la stabilité financière. En outre, si des ventes abusives ou inadaptées devaient s'amplifier ou même simplement perdurer, elles seraient de nature à entraîner une réaction de refus par les ménages des risques de marché et de crédit qui leur sont transférés et à contraindre à une réintermédiation bancaire (et à une remise en cause du transfert de risque dans l'assurance-vie, via les contrats en unités de compte) dont on connaît, par ailleurs, les inconvénients en termes de concentration des risques.

C'est fort heureusement ce qu'ont compris les autorités européennes, les régulateurs nationaux des pays constituant des gisements d'épargne et les établissements financiers eux-mêmes.

1.3. Les exigences communautaires et de compétitivité internationale

Les conditions de commercialisation des produits financiers en France doivent répondre à la fois aux exigences de la réglementation communautaire et, pour des raisons de compétitivité de notre place financière, aux meilleurs standards internationaux. Or les unes et les autres, vont dans le sens d'un renforcement des obligations d'information et de conseil liées à la vente des produits financiers.

1.3.1. Le renforcement des obligations d'information et de conseil dans les directives européennes

Ce renforcement est sensible à la fois dans le domaine de l'assurance-vie et dans celui des autres produits financiers.

1.3.1.1. Dans le secteur de l'assurance-vie

Afin de permettre au consommateur de « *disposer des informations nécessaires pour choisir le contrat qui convient le mieux à ses besoins* », la troisième directive datant de 1992, consolidée dans la directive de 2002 concernant l'assurance directe sur la vie a détaillé, dans son annexe III point A, les informations qui doivent lui être communiquées avant la conclusion du contrat. Ces **informations pré-contractuelles** ont été reprises dans le Code des Assurances et leur respect est contrôlé par la CCAMIP.

La directive sur l'intermédiation en assurance, en cours de transposition, a, de son côté, sensiblement renforcé, en la précisant, **l'obligation de conseil** faite aux intermédiaires d'assurance, qu'il s'agisse de courtiers, d'agents généraux ou de mandataires non agents. Elle leur impose, en effet, de remettre au souscripteur un document sur support durable précisant « *au minimum les exigences et les besoins du client en même temps que les raisons qui motivent tout conseil fourni, quant à un produit d'assurance déterminé* ».

Cette directive impose également aux intermédiaires d'assurance de dire s'ils fondent leurs préconisations sur une analyse impartiale des produits offerts sur le marché ou s'ils travaillent pour un seul ou un nombre limité d'assureurs. Elle enrichit donc substantiellement l'obligation d'information et de conseil qui n'était jusque là encadrée que de façon moins précise par la jurisprudence.

1.3.1.2. Dans le secteur des produits financiers

S'agissant des **O.P.C.V.M.**, si la directive les concernant encadre de manière précise leur politique de placement et leurs obligations d'informations contractuelles et pré-contractuelles (à travers le «prospectus simplifié»), et si l'article 4 de cette même directive prescrit que l'agrément délivré par l'Etat membre d'origine de l'OPCVM vaut dans les autres Etats membres, **son article 44 renvoie aux règles en vigueur dans l'Etat dans lequel sont commercialisées les parts pour ce qui est de la commercialisation** et de la publicité, domaines qui ne sont pas régis par la directive.

En application de ce principe, le règlement général de l'AMF soumet les personnes qui commercialisent en France des parts d'OPCVM à la double obligation, imposée par ailleurs aux sociétés de gestion de portefeuille, de s'enquérir de la situation et des objectifs du client et de lui proposer un produit adapté.

Cette obligation a été confortée et étendue aux autres instruments financiers par la directive MIF dont l'article 19 paragraphe 4 dispose que «*lorsqu'elle fournit du conseil en investissement (...) l'entreprise d'investissement se procure les informations nécessaires concernant (...) la situation financière du client (ou du client potentiel) et ses objectifs d'investissement (...) de manière à pouvoir lui recommander (...) les instruments financiers qui lui conviennent*». Ainsi se trouve précisée la double obligation de connaissance du client et de recherche du produit adapté qui caractérise le devoir de conseil.

Il est logique de s'inspirer de ces principes pour définir le régime applicable à la vente de produits financiers dans la mesure où celle-ci est consécutive à un conseil donné par l'entreprise d'investissement, que ce soit à son initiative ou à la demande du client.

Si la réglementation française a déjà intégré l'essentiel de ces principes, il reste à en tirer des règles de conduite plus précises⁶. Celles-ci devraient se conformer aux mesures de «niveau 2» de la directive MIF, actuellement en cours de discussion. Dans l'attente, elles pourraient s'inspirer des «standards» étudiés par le comité européen des régulateurs en valeurs mobilières⁷ en 2002 en vue de préparer ces textes. Ces standards sont, en effet, plus précis que la réglementation française, notamment en ce qui concerne :

- la traçabilité des procédures internes mises en place pour connaître le client,
- la formalisation éventuelle du refus du client de fournir les informations requises ou de tenir compte de la mise en garde du prestataire,

⁶ Ce besoin de règles de conduite précises et claires relatives à la commercialisation est exprimé par les professionnels rencontrés par la mission.

⁷ CERVM, plus connu sous le sigle correspondant à sa dénomination anglaise, le CESR.

- l'obligation de suivi du profil du client.

1.3.2. L'action des régulateurs britannique et américain en matière de commercialisation

Dans la mesure où la France est un gisement d'épargne attractif et se veut protectrice à l'égard des épargnants, il n'est pas inutile d'examiner les dispositions prises par les régulateurs d'autres grands pays pour prévenir ou réprimer les cas de ventes abusives ou inappropriées.

1.3.2.1. L'élaboration de règles professionnelles précises par le régulateur britannique

Les Britanniques ont eu à connaître des cas de *misselling* plus nombreux et plus marquants qu'en France. Cette situation les a conduits à développer dans le *FSA Handbook conduct of business rule* des règles de conduites beaucoup plus précises, notamment dans quatre domaines.

- L'encadrement de la compétence des vendeurs

Le prestataire doit prendre les mesures raisonnables afin de s'assurer que ses représentants sont compétents pour vendre et conseiller chaque type de produit et peut, dans le cas contraire, restreindre leur habilitation à vendre certains produits ou leur imposer de renvoyer le client sur un représentant plus qualifié. Il est tenu de prendre les mesures nécessaires afin de s'assurer que ses représentants ou vendeurs ne sont pas influencés par le type de rémunération qu'ils perçoivent et ne sont pas conduits à cause de celle-ci à prodiguer des conseils inadaptés. Enfin, le prestataire doit informer le client du degré d'indépendance de son conseil (conseil totalement indépendant ou limité aux produits du groupe ou des groupes partenaires).

- La connaissance du client

Il est demandé au prestataire de conserver les informations relatives au profil du client obtenues lors de l'entrée en relation pendant des durées variables selon les produits et de les revoir régulièrement ou à chaque fois qu'est effectué le conseil si celui-ci est occasionnel.

Un guide pour la collecte des informations relatives au profil du client précise le *modus operandi* à adopter par les prestataires. Le dossier client doit être composé au minimum du questionnaire relatif aux besoins et priorités de celui-ci et au risque accepté. Il est conseillé de tenir le dossier client sous forme papier ou électronique afin qu'il soit accessible facilement. Le prestataire peut remettre au client une copie de sa fiche « profil » comme preuve de conformité avec les règles du *FSA HandBook Conduct of Business Rule*.

- La recherche des produits adaptés

Le prestataire doit prendre des mesures raisonnables nécessaires pour s'assurer que le conseil ou la transaction est adapté au regard des informations transmises par le client et de l'offre de produits du prestataire ou du groupe commercialisateur.

En particulier, pour les OPCVM, une revue régulière des objectifs de placement du client est exigée ainsi qu'un point au moins annuel avec le client sur la poursuite ou la ré-allocation du placement.

- **Le contrôle de la publicité**

Il est demandé aux prestataires de prendre les mesures raisonnables pour s'assurer que la communication des informations à un client se fait de façon claire, équitable et non trompeuse. Il est également demandé d'enregistrer et de conserver les documents ou actes promotionnels ainsi que l'identité des personnes qui ont validé la conformité de ces documents.

Ainsi, le manuel des opérateurs financiers établi par la FSA tend à sécuriser le système de commercialisation en limitant les conflits d'intérêts et en améliorant la transparence et le conseil. Ce travail a été complété d'une part par l'ouverture du système de distribution des produits financiers, et d'autre part par une démarche active de sanction des mauvaises pratiques. A cet effet, la FSA a mené en 2004 six enquêtes sur place dans des réseaux de distribution.

1.3.2.2 *L'action du régulateur américain en matière de répression des abus*

La réglementation américaine n'a pas aujourd'hui atteint le degré de précision voulu par le régulateur britannique. Cependant, les Etats-Unis ont su mettre en place un dispositif de contrôle en matière de commercialisation, et en particulier en ce qui concerne la surveillance et la sanction des pratiques commerciales déloyales.

L'obligation de connaissance du client et le devoir de lui recommander un produit adapté font partie intégrante du corpus de règles applicables aux prestataires de services financiers américains.

- **La connaissance du client**

L'obligation de connaissance du client existe dans les règles de la NASD (*rule* 2310). Avant de recommander un placement à un client non institutionnel, le prestataire doit faire des efforts raisonnables pour obtenir des informations sur le profil financier de son client, ses objectifs d'investissement et toutes autres informations qui lui seraient utiles.

Une telle obligation est également posée dans les règles du NYSE (*rule* 405).

- **L'implication du contrôle interne dans la vérification de l'adéquation des produits financiers (*Final Rule* de la SEC du 5 février 2004)**

Le contrôle de la conformité des portefeuilles avec les objectifs de placement des clients, ainsi que celui des informations fournies par le prestataire au client, font partie intégrante des contrôles confiés au « *compliance officer* ».

- **L'archivage des documents doit permettre le contrôle *a posteriori* de la qualité de la relation client**

Les « *investment advisers* » doivent conserver notamment trace des informations reçues et fournies, y compris publicitaires, et de leur recommandation de placement (SEC, *rule* 204-2).

Les *broker-dealers* sont quant à eux tenus de créer un registre contenant certaines informations sur chaque client (état civil, patrimoine, objectifs d'investissement). La SEC requiert de les communiquer au client de façon périodique pour qu'il puisse les mettre à jour.

- **Les sanctions des accords de distribution préférentielle**

Le modèle de distribution en place aux Etats-Unis, beaucoup plus proche de l'architecture ouverte que le modèle français, induit un risque important de biais du conseil en faveur des produits pour lesquels le distributeur reçoit une rémunération préférentielle. La SEC a lourdement sanctionné de telles pratiques de « tête de gondole » par une série de décisions durant l'année 2004.

1.4. Des conditions de concurrence inégales entre produits, entre acteurs et entre canaux de distributions

La dernière raison qui commande d'améliorer la régulation des conditions de commercialisation des produits financiers est l'existence, en ce domaine, d'inégalités de traitement génératrices de distorsions de concurrence entre produits, entre acteurs et entre canaux de distribution. Ces inégalités de traitement peuvent conduire à favoriser la commercialisation de produits non régulés, par des acteurs non soumis aux mêmes contraintes que les prestataires de services d'investissement ou les conseillers en investissement financier et par des canaux de distribution pour lesquels le degré d'encadrement et de contrôle serait moins strict.

1.4.1. Des inégalités de traitement entre produits

La capacité des régulateurs à contrôler la commercialisation varie de manière non négligeable selon les produits financiers. Entière pour les produits soumis à son agrément, notamment les OPCVM français, elle est moins forte, voire inexistante pour les produits qui n'y sont pas soumis.

En ce qui concerne les **OPCVM non coordonnés**, le régulateur peut réserver leur commercialisation à des investisseurs avertis et/ou financièrement capables d'en supporter les risques, comme il l'a fait pour les OPCVM à règles d'investissement allégées ou les OPCVM contractuels. Il peut même, s'agissant de fonds étrangers ouverts, interdire leur mise sur le marché en France.

Quant aux **OPCVM coordonnés** répondant aux conditions de la directive européenne, si leur agrément par un autre Etat membre suffit à leur ouvrir l'accès au marché français, le régulateur français garde le pouvoir d'en fixer les règles de commercialisation et de publicité, dans le respect des principes communautaires, en application de l'article 44 de la directive, déjà cité.

Le régime applicable aux **autres produits**, notamment les produits structurés ou les fonds fermés, a, pour sa part, sensiblement évolué dans un sens qui restreint considérablement les pouvoirs du régulateur.

Jusqu'au 1^{er} juillet 2005, ces produits étaient placés sous le régime de la reconnaissance mutuelle et un prospectus faisait l'objet d'un double visa dans l'Etat membre d'origine et dans l'Etat membre d'accueil. Le régulateur français pouvait subordonner son visa d'enregistrement au respect de « principes généraux relatifs aux warrants et titres de créance complexes » touchant à la qualité de l'émetteur, à la liquidité des actifs sous-jacents éligibles et

aux références de prix utilisables, qui lui permettaient d'assurer un minimum de protection aux investisseurs.

Depuis le 1^{er} juillet 2005, la directive « prospectus » permet aux émetteurs ayant leur siège dans un autre Etat membre de la Communauté d'offrir leurs produits au public en France dès lors qu'ils sont visés par le régulateur de cet Etat (régime dit du passeport européen), sous réserve d'une simple notification à l'Autorité des marchés financiers.

Cette notification ne permet plus au régulateur français de subordonner la commercialisation de ces produits à des conditions, notamment de respect des principes généraux ci-dessus mentionnés. Tout au plus lui permet-elle d'engager un dialogue avec le régulateur du pays d'origine lorsque, par exemple, celui-ci n'a examiné que le programme général d'émission et non la note d'opération correspondant précisément au produit émis. La protection de l'investisseur repose donc entièrement sur la rigueur avec laquelle le régulateur du pays d'origine a examiné les conditions de l'émission, rigueur qui n'est malheureusement pas toujours assurée.

Lorsque la commercialisation initiale se fait par **appel public à l'épargne en France**, que ce soit par émission ou cession dans le public en ayant recours à la publicité, au démarchage ou à des établissements de crédit ou prestataires de services d'investissement, ou par admission à la cotation sur un marché réglementé français, l'AMF peut encore exercer un contrôle sur les documents commerciaux⁸. Il n'en va pas de même **lorsque le produit est coté sur un marché réglementé dans un Etat membre** et proposé aux épargnants par des voies détournées telles que leur intégration dans des OPCVM ou comme unités de compte dans des contrats d'assurance-vie. Les assureurs (juridiquement propriétaires des supports d'unités de compte) comme les OPCVM, ayant la qualité d'investisseurs institutionnels, les produits ainsi placés n'entrent pas dans le champ de l'appel public à l'épargne et leur offre aux épargnants français n'est même pas notifiée à l'AMF. Celle-ci ne peut donc exercer aucun contrôle.

Ainsi un producteur français dont un produit risqué et complexe présenté sous forme d'OPCVM, avait fait l'objet d'une restriction de commercialisation par l'AMF, a pu opter pour une autre enveloppe juridique et commercialiser, sans être soumis au contrôle du régulateur, un produit structuré identique, tout aussi risqué et complexe, dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie en unités de compte, en le faisant émettre et coter par sa filiale dans un autre Etat membre. Or, il s'avère que cette cotation n'était nullement accompagnée de la création d'un véritable marché et avait pour seul but de contourner les règles de commercialisation en France.

Cette situation n'est évidemment pas admissible et appelle des mesures nationales et communautaires qui seront évoquées dans la deuxième partie du présent rapport.

Une autre source d'inégalité de traitement entre produits tient au fait que les **conditions d'encadrement et de contrôle des documents commerciaux** varient selon qu'il s'agit de produits financiers ou d'assurance-vie.

En effet, si l'AMF a la possibilité d'exercer un contrôle *a priori* sur tous les documents commerciaux des produits financiers entrant dans son champ de compétence, la CCAMIP ne dispose pas de telles prérogatives, aucun contrôle *a priori* n'étant autorisé sur les documents publicitaires et contractuels pour l'assurance. La seule restriction prévue par la directive sur l'assurance-vie est le respect de « *règles éventuelles régissant la forme et le contenu de cette publicité arrêtées pour des raisons d'intérêt général* » (article 47).

⁸ Voir article 212-28 du RGAMF.

De plus, si un devoir d'alerte pèse sur les prestataires en service d'investissement pour les produits complexes achetés en direct, il n'en est pas de même pour les assureurs en ce qui concerne l'inclusion de tels produits dans des contrats en unités de compte dès lors qu'elle n'est pas exclue par la réglementation.

1.4.2. D'inégales conditions de concurrence entre acteurs

Plusieurs distorsions de concurrence existent également entre les acteurs de la commercialisation des produits financiers. Celles-ci ont pour conséquence non seulement de handicaper ceux auxquels les contraintes les plus précises sont applicables, mais aussi de réduire dans certains cas les garanties de l'épargnant en matière de commercialisation.

Ainsi, **l'obligation de conseil en matière d'assurance-vie est inégalement applicable aujourd'hui aux différents distributeurs**. En effet, la directive intermédiation en assurance excluant de son champ d'application les salariés des entreprises d'assurance, les obligations prévues en ce domaine pour les intermédiaires en assurance (agents généraux, courtiers, mandataires non agents) ne sont pas applicables aux entreprises d'assurance travaillant par réseaux salariés. Ces derniers ne sont contraints que par les obligations jurisprudentielles qui demeurent nettement plus limitées (obligation de remise de la documentation nécessaire, information claire et précise sur les garanties, etc).

Par ailleurs, les **produits financiers peuvent également être commercialisés par des acteurs qui ne relèvent ni de l'autorité de l'AMF, ni de celle de la Commission bancaire ou de la CCAMIP**. C'est le cas des professions réglementées, comme les notaires, les avocats, les experts comptables ou les agents immobiliers, qui peuvent être amenés, à titre accessoire, à commercialiser des produits financiers. Les obligations en termes de transmission de l'information ou de conseil ne leur sont en effet pas directement applicables, ce qui crée une distorsion par rapport aux contraintes qui pèsent en particulier sur les conseillers en investissement financier (CIF).

1.4.3. Des risques de distorsion de concurrence entre les différents canaux de distribution

Les directives communautaires relatives aux obligations de transmission de l'information et de conseil concernent la **vente en face-à-face**. Or, le développement des **plates-formes Internet** et de la commercialisation en ligne peut faire craindre un risque de contournement de ces mêmes obligations.

Les directives commerce électronique et services financiers à distance, si elles ne traitent pas explicitement ce risque, ne permettent pas pour autant d'écarter les obligations d'information et de conseil applicables à la vente en face-à-face.

En effet, la directive commerce électronique, bien qu'elle prévoie l'application du droit du pays d'origine, conserve certaines prérogatives à l'Etat d'accueil et reconnaît que les obligations prévues par les directives relatives aux produits ou aux services financiers conservent leur portée. En outre, la directive prévoit que son application est « *sans préjudice du niveau de protection existant en matière de protection des intérêts de consommateurs établi par les instruments communautaires* » (considérant 11), entre autres la MIF, explicitement citée.

Quant à la directive concernant la commercialisation de services financiers à distance auprès des consommateurs, transposée par l'ordonnance 2005-648 du 6 juin 2005, elle définit seulement des dispositions spécifiques, notamment en matière d'information préalable du consommateur, et de droit de rétractation, qui s'ajoutent au corpus de règles applicables par ailleurs sans entrer en conflit avec elles.

D'une manière générale, **les textes communautaires doivent être hiérarchisés** en vertu du principe selon lequel «*les lois spéciales dérogent aux lois générales*». Aussi les directives sur le commerce électronique ou les services financiers à distance ne peuvent conduire à écarter des normes complémentaires prévues par les directives OPCVM, MIF, assurance-vie ou intermédiation d'assurance. Les obligations d'information ou de conseil prévues par ces textes doivent donc être applicables pour la vente à distance.

Le risque de contournement des obligations de conseil et d'information est avant tout un **risque pratique** qui procède de la **difficulté qu'auront les régulateurs nationaux des pays d'accueil à contrôler l'exécution de ces obligations et à sanctionner les manquements éventuels**.

*

* *

Ainsi, le besoin d'information et de conseil pour des épargnants qui portent une part croissante de risque de marché, les leçons tirées des *misselling* passés, le renforcement des exigences communautaires et les actions engagées dans les pays anglo-saxons, enfin l'existence de distorsions de concurrence en matière de commercialisation, sont autant de justifications pour améliorer les conditions de commercialisation des produits financiers sur le marché français.

Un tel travail est en effet la condition nécessaire pour prévenir de nouvelles ventes inadaptées, pour conforter les ménages dans leur comportement d'épargne et enfin sécuriser les acteurs de la distribution.

II.

LES RECOMMANDATIONS

Les établissements financiers auditionnés par la mission sont aujourd'hui très majoritairement sensibilisés au risque de ventes abusives ou inadaptées des produits financiers. Plusieurs d'entre eux ont pris des mesures ou engagé des actions tendant à prévenir ce risque et à améliorer les conditions de commercialisation de ces produits.

Dans ce contexte, la mission s'est attachée prioritairement à dégager les meilleures pratiques développées, dans ses différents domaines d'investigation, par un ou plusieurs établissements et qui pourraient être érigées en règles de conduite pour les professions concernées.

Elle a également identifié des modifications à apporter à certaines règles du jeu qui relèvent des autorités publiques participant à la régulation de ce domaine.

Ses investigations l'ont conduit à formuler une série de recommandations, regroupées autour de six objectifs majeurs.

2.1. Assurer une information plus pertinente sur les produits

Afin d'améliorer la commercialisation des produits financiers, il convient avant tout de rendre plus pertinente l'information relative aux produits mise à disposition des épargnants, afin de les aider dans leur choix et de faciliter le travail de conseil. A cette fin, il est souhaitable de simplifier l'information pré-contractuelle en la centrant sur les seuls éléments essentiels à la prise de décision. Ce recentrage de l'information devra par ailleurs être accompagné d'une surveillance renforcée des documents publicitaires.

2.1.1. Simplifier l'information pré-contractuelle en la centrant sur les éléments nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision d'investissement

L'information transmise à l'épargnant doit être conçue afin d'aider celui-ci à prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause. A cet effet, il convient de centrer l'information pré-contractuelle sur les éléments clés pour cette prise de décision.

2.1.1.1. Mieux distinguer l'information pré-contractuelle et l'information contractuelle

L'information relative aux produits financiers peut être de deux natures :

- **l'information pré-contractuelle** ; celle-ci doit avoir pour objectif d'éclairer le consommateur en vue de l'aider à effectuer son choix d'achat ou de souscription et lui donner les éléments nécessaires à ce choix ; à cet effet, elle doit être remise avant la signature du contrat ou la souscription, même si elle a elle-même une valeur contractuelle ; pour les OPCVM par exemple, il s'agit du prospectus simplifié ;
- **l'information contractuelle** ; celle-ci est nécessairement plus longue et détaillée dans la mesure où elle doit contenir toutes les dispositions applicables au long de la vie

du contrat ou de la détention du produit ; il s'agit ainsi des conditions générales pour l'assurance-vie, de la note détaillée et du règlement ou des statuts pour les OPCVM.

Si l'information pré-contractuelle doit être cohérente avec le document contractuel, elle peut être plus limitée et se concentrer sur les caractéristiques du produit ou les dispositions du contrat indispensables à l'épargnant pour prendre sa décision. Le rôle de l'information pré-contractuelle doit donc être celui d'un mode d'emploi des produits financiers.

2.1.1.2. Identifier les éléments clés de la prise de décision

Afin d'assigner pleinement ce rôle à l'information pré-contractuelle pour l'ensemble des produits financiers, la mission a retenu six éléments correspondant aux questions clés que se posent ou devraient se poser les épargnants. Ces éléments pourront être le cas échéant enrichis par des informations complémentaires, sans que leur nombre devienne trop important et ne vienne compromettre le caractère nécessairement synthétique d'un tel document.

1) La nature du produit

Préciser la nature du produit implique :

- pour les OPCVM, l'indication de **l'orientation principale des placements** (actions, obligations, actifs monétaires, diversifié avec éventuellement la qualification du profil...);
- pour les contrats d'assurance-vie, la double indication :
 - a) de la **nature individuelle ou collective** (y compris les contrats « groupe ouvert ») du contrat ; seuls les contrats individuels offrent à l'assuré la certitude que les garanties offertes ne seront pas modifiées sans son consentement alors que les contrats collectifs peuvent être modifiés par simple accord entre l'assureur et l'entité souscriptrice, accord opposable à l'assuré ;
 - b) des modalités de sortie, en rente ou en capital.

2) L'existence ou non d'une garantie du capital investi

Il importe en effet de préciser clairement au client s'il peut prétendre, à l'échéance et après déduction des frais d'entrée, à la récupération du capital investi. Pour mériter son nom, il doit s'agir d'une **garantie inconditionnelle** et non d'une protection subordonnée à des hypothèses relatives à l'évolution du marché. Pour les produits d'assurance-vie, il convient d'afficher également clairement l'existence ou non d'une garantie en capital à l'échéance du contrat ; celle-ci pourra être utilement complétée de la mention des garanties de l'assureur non résiliables.

3) La durée minimale de placement recommandée

Pour tout produit financier, il est nécessaire de présenter le délai minimum de détention à respecter afin de tirer un avantage maximal de celui-ci (y compris, le cas échéant, pour des raisons fiscales) tout en minimisant les risques qu'il comporte. Cette information est fondamentale. Il importe, en effet, de faire comprendre à l'épargnant que pour certains actifs, en particulier les plus risqués comme les actions, **le couple rendement/risque est d'autant plus favorable que la durée de détention est longue**, comme le montrent toutes les statistiques dont a pu disposer la mission (cf. annexe VI). Cette information est également nécessaire pour limiter les effets pervers de certaines publicités insistant trop sur la liquidité des produits financiers (cf. 1.2.) et conduisant les épargnants à procéder à des choix de détention inadaptés, y compris d'un point de vue fiscal.

4) Les chances de gain et risques de perte sur cette durée

L’affichage des chances de gains et des risques de pertes pour chaque produit financier à travers des scénarios d’évolution devrait permettre à l’épargnant de prendre sa décision d’investissement sans se focaliser sur les performances passées les plus récentes ni sur les seules informations relatives au risque (cf. 2.1.2.).

5) Le profil type de l’investisseur auquel est destiné le produit

L’information pré-contractuelle sur les produits financiers (hors les produits d’assurance-vie) doit aujourd’hui, en vertu des directives communautaires, indiquer le profil type de l’investisseur auquel est destiné le produit. Il importe que les producteurs formalisent davantage ce profil type afin de permettre un meilleur ciblage de la commercialisation (cf. 2.1.3.).

6) Les frais

L’information pré-contractuelle doit enfin faire figurer les frais d’entrée et la totalité des frais prélevés sur l’encours. Ces frais sont en effet déterminants pour l’épargnant dans la mesure où ils affectent le rendement du produit en amputant soit le capital investi (frais d’entrée) soit la performance (frais sur encours).

Une **indication synthétique de cette incidence** pourrait être donnée, lorsque cela est possible⁹, soit, dans une perspective pluri-annuelle, en cumulant les frais d’entrée et les frais annuels sur encours sur la durée minimale de placement recommandée, soit, de préférence et pour permettre des comparaisons entre fonds de durées différentes, en ajoutant aux frais annuels sur encours l’amortissement des frais d’entrée sur cette même durée minimale de placement recommandée.

2.1.1.3. Régler le problème du support et de la présentation de ces éléments clés

Les principales informations, nécessaires à la prise de décision par l’épargnant, doivent être présentées sur un document identifiable, synthétique et lisible par ce dernier. Il importe que ce document soit le plus simple et le plus clair possible et puisse ainsi se substituer progressivement aux documents publicitaires qui trop souvent déterminent le choix des épargnants.

1) Pour les produits financiers autres que l’assurance-vie

Pour les OPCVM¹⁰, la directive prévoit que le prospectus simplifié peut être utilisé comme instrument de commercialisation. Dans ce cas, ce document contient l’information pré-contractuelle.

Les informations-clés identifiées ci-dessus, même si elles ne sont pas explicitement énoncées dans la recommandation d’avril 2004 de la commission relative au prospectus simplifié et précisant l’annexe 1 de la directive OPCVM, ne paraissent pas contraires à l’esprit de celle-ci. De plus, de tels éléments, dans la mesure où ils permettent d’éclairer le choix de l’investisseur, constituent des atouts commerciaux pour les sociétés de gestion.

⁹ En architecture ouverte, il apparaît difficile de déterminer *a priori* les droits d’entrée qui sont fixés par le distributeur et peuvent faire l’objet de négociations.

¹⁰ Les autres produits ne font l’objet que d’un document d’information régi par la directive Prospectus.

C'est pourquoi, il apparaît **souhaitable** que, parmi les aménagements du régime des OPCVM qui pourraient être suggérés dans le cadre de la consultation ouverte par la commission sur son livre vert, **les six informations-clés puissent être introduites** et figurer de manière très apparente dans les documents pré-contractuels exigés de l'ensemble des producteurs de la communauté européenne.

Par ailleurs, le prospectus simplifié conduit aujourd'hui à présenter sur le même plan les six éléments clés exposés ci-avant et la vingtaine d'autres informations moins importantes pour la prise de décision. Son contenu étant fixé par la directive, il n'est pas possible d'exclure ces dernières.

Toutefois, l'AMF a récemment décidé d'autoriser, à titre expérimental, des **prospectus « à format libre »** qui permettront aux producteurs de présenter les informations-clés de manière très apparente au recto et les autres informations réglementaires au verso d'une fiche ou d'un dépliant à trois volets. **Un bilan devrait être tiré de cette expérience, en liaison avec la place**, en 2006, une fois que l'ensemble des prospectus simplifiés auront été produits. Ce travail de hiérarchisation des informations devrait ainsi permettre, en prenant les aménagements réglementaires nécessaires (cf. 3.1.2.) de clarifier la présentation du prospectus simplifié existant.

2) Pour les contrats d'assurance-vie

Le même effort de simplification et de recentrage devrait être accompli pour la **note d'information des contrats d'assurance-vie** qui pourrait reprendre ces informations soit dans un dépliant de même nature, plus lisible que la liasse des conditions générales, soit, à tout le moins dans une première page, éventuellement détachable, de celle-ci. Aucune contrainte juridique ne s'oppose en effet à l'existence d'un document distinct du contrat qui aurait l'avantage d'être plus facilement lu par les souscripteurs.

Le contenu de la note d'information devrait être précisément et limitativement défini par un texte réglementaire en reprenant les éléments clés précédemment présentés. La note ne devrait apporter aucune information contraire au contrat sans toutefois en reprendre l'intégralité.

Afin de sécuriser le processus de vente, il est proposé que la **mention** selon laquelle le prospectus simplifié ou la note d'information **ont bien été remis à l'épargnant, soit apportée par lui de manière manuscrite** (et non comme elle l'est le plus souvent aujourd'hui, pré-imprimée dans le texte) sur le bulletin de souscription qu'il signe à l'issue de la vente.

Pour permettre aux souscripteurs d'OPCVM¹¹ de prendre connaissance des éléments contenus dans le prospectus simplifié lorsqu'il est remis au moment de la vente, pourrait être mise à l'étude l'opportunité d'accorder un délai, par exemple de deux jours, entre la remise de cette information et l'exécution de l'ordre signé par l'épargnant. Ce dernier pourrait renoncer à ce délai s'il souhaitait bénéficier d'une exécution immédiate de son ordre. Il est proposé qu'un groupe de place se réunisse afin d'examiner la faisabilité de cette suggestion.

2.1.2 Evaluer de manière plus prospective les chances de gains et risques de pertes des produits financiers

Actuellement, l'estimation que peut faire l'épargnant de ses chances de gains et de ses risques de pertes ne repose, pour la grande majorité des produits, que sur deux éléments :

¹¹ Pour l'assurance-vie, un délai de renonciation de 30 jours est déjà prévu à partir de la signature du contrat.

- les **indications sur le profil de risque** du produit, généralement qualitatives et, au mieux, notées selon des critères et sur une échelle qui varient selon les établissements ;
- dans la partie statistique, les **performances passées** les plus récentes.

Or, l'indication exclusive du profil de risque ne permet pas de prendre en compte les performances et le rendement associé. Quant à la référence aux performances passées les plus récentes, elle présente le double inconvénient :

- d'une part de ne pouvoir être fournie pour les nouveaux produits,
- d'autre part d'inciter les ménages, qui n'ont pas besoin d'y être poussés, à des achats pro-cycliques, contraires à leurs intérêts.

Il apparaît donc **préférable de faire figurer les résultats de scénarios-test de performances (positives et négatives) du produit** :

- sur sa durée de placement recommandée,
- dans au moins deux hypothèses contrastées d'évolution du marché (l'une favorable, l'autre défavorable) qui pourraient être normées par référence à des périodes d'égale durée observées dans le passé,
- en soulignant explicitement et de manière très apparente que ces résultats ne préjugent pas des performances réelles.

Cette approche, déjà pratiquée pour les fonds à formule, apparaît applicable à la grande majorité des fonds dont l'objectif d'allocation entre les grandes classes d'actifs (actions, obligations, monétaire, voire immobilier) est clairement affiché à l'avance, qu'ils fassent l'objet, au niveau du choix des valeurs, d'une gestion passive (fonds indiciels) ou d'une gestion active, dans la mesure où ils peuvent se référer à des indices de référence (« benchmarks ») à atteindre ou à dépasser.

Seuls les fonds à gestion totalement discrétionnaire (tels que des fonds diversifiés non profilés) ne pourraient se voir appliquer une telle méthode. Il conviendrait alors que le prospectus simplifié mentionne explicitement l'impossibilité de tester, par elle-même, la sensibilité de la performance future du fonds en question par rapport aux évolutions de marché, compte tenu de ses modalités de gestion.

En ce qui concerne **l'assurance-vie**, une solution pourrait être d'appliquer de manière individualisée aux unités de compte choisies, y compris le cas échéant aux supports en euros, ces scénarios-test et de retranscrire l'évolution agrégée du capital investi sur huit ans sous forme d'un tableau unique.

2.1.3. Mieux identifier le « profil type de l'investisseur » auquel est destiné le produit

Les producteurs doivent s'astreindre à un **effort d'identification des besoins de l'épargnant** auquel le produit est censé répondre. Il convient pour cela de définir le profil type de l'investisseur :

- d'une part en reprenant et en affinant la typologie traditionnelle des besoins (rémunération de liquidités en attente d'emploi, recherche d'un revenu régulier avec ou sans consommation du capital, valorisation du capital dans la perspective d'acquérir un logement ou de financer tout autre projet à moyen terme, préparation de la retraite ou de la transmission du patrimoine),
- d'autre part en identifiant le degré d'appétence (ou d'aversion) au risque de l'épargnant susceptible d'investir sur un tel produit.

Ce travail est nécessaire afin de permettre, d'une part, à l'épargnant d'orienter son choix lors de l'achat, d'autre part, au distributeur de cibler la clientèle à laquelle peut être destiné le produit. Cet effort de profilage devrait aller jusqu'à **identifier clairement si tel produit est destiné au grand public ou à des investisseurs qualifiés.**

De son côté, **le régulateur devra veiller à la réalité de ce profilage.**

En effet, le régulateur, s'il estime que trop de complexité ou un risque trop important de *misselling* sont attachés au produit, devrait pouvoir en réserver la commercialisation à des investisseurs qualifiés, comme cela a déjà été fait pour des *hedge funds*, sans pour autant qu'il soit nécessaire de subordonner tout investissement à un ticket d'entrée.

En ce qui concerne les OPCVM, l'article 44 de la directive, déjà cité, permet au régulateur français de définir les règles de commercialisation. Dès lors, il est envisageable pour le régulateur de l'Etat membre d'accueil, compte tenu de la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes (CJCE)¹², de **réserver la commercialisation des OPCVM coordonnés, considérés comme risqués ou particulièrement complexes aux investisseurs qualifiés**, même lorsqu'ils ont été agréés dans un autre Etat membre. D'une part cette réservation est à l'évidence justifiée par le motif d'intérêt général de protection des consommateurs non avertis et/ou ne disposant pas d'un portefeuille d'actifs financiers suffisant pour supporter les pertes éventuelles. D'autre part, cette réservation est proportionnée à l'objectif recherché et n'équivaut nullement à une interdiction de fait de commercialisation dans l'Etat membre d'accueil, les investisseurs qualifiés au sens communautaire du terme (institutionnels et particuliers avertis ou disposant d'un portefeuille important) représentant, en France et probablement plus encore dans d'autres pays de la communauté, une part largement prépondérante du marché global des instruments financiers¹³.

¹² La CJCE considère que, sauf domaines harmonisés au niveau communautaire, il appartient aux Etats membres de fixer les conditions du commerce sur leur territoire. Les Etats membres ne peuvent se servir de cette liberté pour restreindre la commercialisation de certains produits que s'ils démontrent que leur réglementation est :

- non discriminatoire,
- motivée par des raisons d'intérêt général,
- propre à garantir la réalisation de l'objectif poursuivi,
- proportionnée,
- qu'il n'y a pas de règle ayant un effet équivalent dans le droit du prestataire,
- et qu'il n'y a pas d'harmonisation préalable .

Ainsi dans l'arrêt *CJCE, 18 mars 1980, Debaue* : « en l'absence d'une harmonisation des règles applicables, une interdiction de ce genre rentre dans le cadre de la compétence laissée à chaque état membre de réglementer, de restreindre ou même d'interdire totalement, sur son territoire, pour des raisons d'intérêt général, la publicité télévisée. Il n'en est pas différemment si de telles restrictions ou interdictions s'étendent à la publicité télévisée originaire d'autres états membres si tant est qu'elles soient effectivement appliquées dans les mêmes termes aux organismes de télévision nationaux. »

Une telle argumentation permet donc au régulateur français de réserver la commercialisation des OPCVM compte tenu d'une part de l'article 44 (directive OPCVM) qui spécifie que pour le domaine de la commercialisation cette directive n'est pas d'application maximale, d'autre part parce que la réservation au public des investisseurs qualifiés demeure proportionnée.

¹³ Sur ce point, un décret en cours de préparation devrait reprendre les éléments contenus dans la directive prospectus qui étend la notion d'investisseur qualifié aux personnes physiques lorsque ceux-ci remplissent au moins deux des trois critères : « a) l'investisseur a effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ; b) la valeur du portefeuille de valeurs mobilières de l'investisseur dépasse 500 000 euros ; c) l'investisseur travaille ou a travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an, dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières. »

Quant aux autres produits (fonds fermés et produits structurés¹⁴), **la même possibilité devrait être reconnue dès lors qu'un appel public à l'épargne a été réalisé en France**. Pour ce qui est des produits cotés sur le marché d'un Etat membre et pénétrant le marché français après visa du pays d'origine et sans appel public à l'épargne, l'Union Européenne ne devrait pas admettre de telles cotations de convenance, non accompagnées de la création d'un véritable marché du produit et dont l'unique finalité est de contourner la réglementation d'autres Etats membres. Il serait donc souhaitable, pour l'intégration véritable du marché européen, que la **possibilité de réserver la commercialisation des produits financiers particulièrement risqués et/ou complexes soit ouverte à l'ensemble des Etats membres dans un cadre harmonisé**.

Plus particulièrement, en ce qui concerne la commercialisation de ces produits **par le biais d'OPCVM, une position commune devrait être prise au niveau communautaire dans le but de pouvoir les intégrer dans le ratio « produits divers » limité à 10%**.

Par ailleurs, pour ces produits, plusieurs aménagements apparaissent envisageables à court terme pour le marché français.

1) Lorsqu'ils sont **commercialisés à travers des contrats d'assurance-vie en unités de compte**, ces produits doivent avoir une durée au moins égale à la durée minimale de placement recommandée du contrat d'assurance-vie, c'est-à-dire huit ans. De plus, il est proposé que, en fonction de critères à préciser par voie réglementaire¹⁵, de tels produits ne puissent être intégrés dans les contrats en unités de compte qu'à travers le **ratio « produits divers » limité à 10%**. En effet, les pouvoirs publics français peuvent prendre une telle mesure qui serait compatible, contrairement au cas des OPCVM précédemment évoqués, avec les directives existant en ce domaine.

Cependant, afin d'éviter toute distorsion de concurrence, **l'AMF pourrait retenir les mêmes critères** que ceux qui seraient adoptés pour l'assurance-vie **afin de réserver aux investisseurs qualifiés la commercialisation des OPCVM** qui auraient placé plus de 10% de leur actif dans de tels produits.

2) Lorsque ces **produits sont commercialisés en direct**, plusieurs solutions pourraient être combinées :

- le régulateur pourrait imposer des **suppléments d'information sur les documents publicitaires**, insistant sur les éléments de complexité ou de risque (cf. 2.1.4.) ; pour ce faire, les principes généraux de l'AMF pourraient préciser les mentions obligatoires à faire figurer dans ces documents ;
- le régulateur pourrait donner une publicité à des **avis d'alerte** ; il apparaîtrait en effet souhaitable que le collège de l'AMF, lorsque des produits particulièrement risqués ou

¹⁴ Notamment les obligations structurées et les certificats.

¹⁵ La définition des produits concernés par cette restriction pourrait reposer sur différents critères tels que :

- la combinaison d'au moins deux instruments financiers, dont le risque est supérieur à celui de chacun des composants pris isolément (ce qui correspond à la définition retenue par la directive MIF pour les produits dits complexes) ; en particulier, l'existence d'un « dérivé intégré » qui modifie de manière substantielle le profil rendement/risque du produit ;
- l'existence d'un effet de levier ;
- l'existence de risques significatifs autres que des risques de marché (en particulier des risques liés à la complexité du montage juridique) ;
- l'absence de transparence sur le produit (en particulier en ce qui concerne la nature des stratégies mises en œuvre).

complexes lui sont signalés par les services et pour lesquels, à ce jour, compte tenu de la réglementation communautaire, aucune réservation de commercialisation n'est possible, **rende public sur son site ou dans la presse un communiqué d'alerte insistant sur les caractéristiques du produit** ;

- un **principe d'équivalence** doit être adopté par les distributeurs ; en effet, les distributeurs ne devraient pas commercialiser dans le grand public des produits ayant les mêmes caractéristiques de risque et de complexité que des fonds ayant fait l'objet ou pouvant faire l'objet, lors de leur agrément, d'une réservation de la commercialisation à des investisseurs qualifiés ; en cas de doute, ils devraient consulter le régulateur ; plus largement, l'AMF, à l'occasion de la transmission des documents commerciaux par les émetteurs pourrait exercer un travail de veille afin de s'assurer du respect de cette règle de bonne conduite.

Un tel dispositif ne peut être aussi satisfaisant qu'une clarification du cadre juridique communautaire. Toutefois, il permettrait de répondre aux distorsions de concurrence existant entre les OPCVM et les autres produits financiers qui aujourd'hui remettent en cause l'efficacité du contrôle du régulateur sur la bonne commercialisation.

2.1.4. Surveiller la publicité sur les produits

La publicité relative aux produits financiers se substitue aujourd'hui trop souvent à l'information pré-contractuelle, encore trop complexe. Nombre d'investisseurs se déterminent à la seule lecture de documents publicitaires qui demeurent peu encadrés.

En application des principes posés par le règlement général de l'AMF, la publicité doit répondre à trois conditions :

1) Elle doit être **correcte, claire et non trompeuse**¹⁶ aussi bien pour les OPCVM, dont le prospectus simplifié doit être structuré et rédigé de façon à pouvoir être compris facilement par l'investisseur et donner une information transparente, claire et complète¹⁷, que pour les autres instruments financiers pour lesquels les communications à caractère promotionnel ne doivent *« pas comporter des indications fausses ou de nature à induire en erreur »*¹⁸.

Cette exigence, qui rejoint celles formulées pour tous produits par le code de la consommation, commande, par exemple, d'indiquer de manière apparente que les rémunérations exceptionnellement élevées offertes, à titre d'appel, sur certains livrets bancaires ne valent que pour une période limitée ou que des gains réalisés sur un PEA ne sont pas, au bout de cinq ans, « exonérés » mais simplement soumis à des prélèvements sociaux qui s'élèvent tout de même aujourd'hui à 11%.

2) Elle doit être **équilibrée** et mentionner, le cas échéant, les caractéristiques moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés¹⁹.

3) Elle doit enfin être **« cohérente avec l'investissement proposé »** et donc avec des informations pré-contractuelles et contractuelles relatives au produit²⁰.

¹⁶ Ce principe a été repris dans la directive MIF à l'article 19 paragraphe 2 pour l'ensemble des produits financiers qu'elle régit.

¹⁷ Article 411-45 du RGAMF.

¹⁸ Article 212-28 du RGAMF.

¹⁹ Article 411-50 du RGAMF pour les OPCVM et article 212-28 pour les autres instruments financiers.

Il est proposé, à cet égard, que **la publicité reprenne en caractères apparents, les six informations -clés ci-dessus mentionnées.**

L'AMF est aujourd'hui compétente pour faire appliquer ces principes, y compris pour des produits « passeportés »²¹, dans la mesure où, en matière de contrôle de la publicité, la compétence de l'Etat membre d'origine n'est pas exclusive de celle de l'Etat d'accueil (article 15 de la directive Prospectus).

Afin d'assurer leur mise en œuvre, ces trois principes et leurs implications concrètes devraient par ailleurs être inscrits dans des **codes de bonne conduite applicables à chaque catégorie de distributeurs** (banques, assureurs, CIF, etc.) dans des conditions qui seront développées dans le III du présent rapport.

De plus, ces trois principes devraient être appliqués à la publicité des SCPI qui n'y sont pas aujourd'hui soumis – et des futurs OPCI. Ils devraient surtout être **inscrits dans le code des assurances** afin de devenir applicables aux contrats d'assurance-vie soumis au contrôle de la CCAMIP.

Afin de surveiller la publicité (qu'il s'agisse de la publicité inscrite dans la presse, diffusée à la télévision ou à la radio, ou de la publicité sur les lieux de vente), il est proposé de faire appel à trois types d'actions.

Tout d'abord, **le contrôle de conformité** (cf. 3.3.) pour les réseaux bancaires et le **contrôle interne** pour les entreprises d'assurance devraient intégrer dans son champ de compétence le **contrôle de la publicité et du respect des principes inscrits, à cet égard, dans les codes de bonne conduite.**

Par ailleurs, **les régulateurs** devraient renforcer leur **surveillance a priori**²² **lorsque celle-ci est possible et, en tout état de cause, leur surveillance a posteriori (mais précoce) des documents publicitaires.** A cet effet, ils pourraient utilement dédier quelques collaborateurs à une fonction de veille afin de repérer et limiter les dérives suffisamment tôt. Par ailleurs, les documents promotionnels et supports publicitaires utilisés dans des campagnes commerciales pourraient être vérifiés à l'occasion des contrôles conjoints qui pourraient être organisés par les régulateurs dans des établissements bancaires comme dans des entreprises d'assurance selon des modalités qui seront précisées dans le III du présent rapport.

Enfin, **les régulateurs devraient utiliser la totalité des pouvoirs dont ils disposent** afin de corriger ou réprimer en ce domaine les manquements, en fonction de leur gravité :

- le pouvoir d'enjoindre la rectification ou le retrait des documents ou messages publicitaires,
- le pouvoir de sanction disciplinaire,
- le pouvoir de donner publicité à l'injonction comme à la sanction, sur leur site Internet comme dans la presse.

²⁰ Ce principe est affirmé à l'article 411-50 du RGAMF pour les OPCVM et, pour les autres instruments financiers, à l'article 212-28 et 212-29 (« toute information se rapportant à une opération par appel public à l'épargne, diffusée oralement ou par écrit, est cohérente avec les informations fournies dans le prospectus ») du RGAMF.

²¹ Ces produits peuvent procéder à un appel public à l'épargne -APE- pour les produits soumis à la directive Prospectus, ou être commercialisables sans APE pour les produits entrant dans le champ de la directive OPCVM

²² Cette surveillance *a priori* n'est possible que pour l'AMF, tant en ce qui concerne les OPCVM que les produits complexes comme les fonds fermés ou les produits structurés (article 212-28 du RGAMF).

2.1.5. Renforcer les obligations d'information sur les propositions de souscriptions de produits financiers financés par des prêts

Le financement de produits financiers par des prêts peut s'avérer extrêmement risqué pour les épargnants et exige une information spécifique.

En effet, de tels montages, s'ils ont un effet de levier certain sur les frais supportés par l'investisseur (compte tenu d'une part des droits de souscription et d'autre part des intérêts du prêt), demeurent d'une rentabilité aléatoire pour ce dernier. Des pertes importantes peuvent être occasionnées et, en cas de retournement du marché, se révéler supérieures à l'investissement initial.

Si de telles opérations font l'objet d'une interdiction de démarchage et d'un devoir de vigilance des établissements sur la qualité des crédits, il convient également d'obliger les prestataires qui les proposeraient à **indiquer quel devrait être le rendement minimum du placement ainsi financé pour qu'il couvre les frais et la charge des intérêts qu'il induit.**

En outre, il serait prudent d'**interdire que les produits eux mêmes à effet de levier, tels les OPCI ou les OPCVM à fort effet de levier, puissent être acceptés en nantissement d'un prêt.**

2.2 Mieux cibler la commercialisation des produits d'épargne dans les réseaux

Afin de prévenir les ventes abusives et de favoriser les ventes adaptées aux profils très divers des épargnants, clients des grands réseaux bancaires et d'assurance, il est nécessaire de mieux cibler la commercialisation des produits d'épargne au sein de ces derniers, en affinant et généralisant trois bonnes pratiques qui se dégagent des auditions auxquelles a procédé la mission :

- la segmentation de la clientèle,
- le profilage de l'offre de produits,
- la hiérarchisation des compétences des vendeurs.

Celles-ci pourraient ainsi être explicitement inscrites dans **des codes de conduite professionnels** (pour les réseaux bancaires comme pour les sociétés d'assurance) dont l'application devrait pouvoir être contrôlée, tant en interne par le **contrôle de conformité** qu'en externe ensuite par les régulateurs.

2.2.1. Affiner la segmentation de la clientèle

Cette segmentation est pratiquée aujourd'hui à des degrés divers, le plus souvent **sur la base du montant des avoirs** détenus par les clients dans l'établissement considéré. Elle conduit à distinguer, selon les établissements, de **deux à quatre segments de clientèle** :

- au minimum, la clientèle de la banque de détail et celle relevant de la banque privée ;
- dans les meilleurs cas, une clientèle « grand public », une clientèle « intermédiaire », une clientèle « haut de gamme » identifiées au sein de la banque de détail et la clientèle fortunée relevant de la « gestion privée », sous mandat ou conseillée.

Cette bonne pratique devrait être adoptée par l'ensemble des établissements, en étant adaptée aux spécificités de chacun. Elle pourra être améliorée au fur et à mesure que se développera la connaissance du client, par la prise en compte de l'ensemble des avoirs de celui-ci, y compris ceux détenus ou gérés dans d'autres établissements.

Mais surtout, cette segmentation doit être complétée, comme elle l'est déjà dans certains établissements, par la **prise en compte d'autres critères**, notamment l'**âge**, la **situation familiale** et la **catégorie socio-professionnelle**, qui permettront d'intégrer dans le ciblage de la commercialisation les besoins différenciés liés aux différentes étapes du cycle de vie.

2.2.2. Profiler davantage l'offre de produits

A côté du profilage de chaque produit qui est demandé aux producteurs (cf. 2.1.), s'impose de plus en plus une **modulation de la gamme des produits offerts** selon les segments de clientèle auxquels appartiennent les épargnants.

Un certain nombre d'établissements auditionnés par la mission ont en effet mis en place ou sont en train d'organiser des gammes simplifiées de produits en nombre limité à l'intention des clientèles grand public ou intermédiaire. Cette tendance doit être encouragée. La multiplication des produits, de plus en plus complexes, probablement appréciée par les clients haut de gamme ou par leurs conseillers, peut toutefois introduire de la confusion chez l'épargnant modeste ou même, simplement, l'investisseur moyen. De même que trop d'informations finit par nuire à l'information, **trop de choix peut compromettre les bons choix**.

D'une manière plus générale, et dans la ligne du traitement différencié qu'appelle une segmentation plus fine de la clientèle, il conviendrait de mieux distinguer deux catégories de produits :

1) Des **produits de base** susceptibles d'être intégrés dans des gammes simplifiées répondant à l'essentiel des besoins de la majorité des épargnants ; par exemple, dans le contexte de marché actuel et à titre de simple illustration :

- un livret d'épargne pour obtenir une rémunération minimale de ses liquidités (probablement plus facile à obtenir par cette voie, compte tenu du niveau très faible des taux d'intérêt, que par celle d'une SICAV monétaire),
- un PEL pour préparer l'acquisition d'un logement,
- un contrat d'assurance-vie (ou support d'un tel contrat) en euros pour se constituer un patrimoine financier (indirectement mais principalement investi en obligations) tout en assurant la protection de ses proches en cas de décès,
- un fonds actions, indiciel ou garanti selon le degré de risque accepté, qu'il soit ou non intégré dans un contrat d'assurance-vie multi-supports, pour valoriser son capital à long terme,
- en tant que de besoin, un produit retraite.

Les fonds profilés dits « prudents », « équilibrés » et « dynamiques » trouvent naturellement leur place dans cette gamme de base ou dans une gamme intermédiaire, à condition que ces vocables recouvrent des allocations d'actifs semblables dans tous les établissements, ce qui n'est pas aujourd'hui le cas. Un effort d'harmonisation au niveau de la place devrait être entrepris à ce sujet, quitte à ce que les établissements qui le jugent nécessaire ajoutent à ces profils-type des fonds encore plus « sécurisés » ou, à l'inverse, plus « offensifs ».

2) Des **produits de diversification** s'ajoutant à ces produits de base pour ceux qui souhaitent monter en gamme dans l'épargne financière.

Le profilage de l'offre de produits pourrait être réalisé à la lumière de ces distinctions et permettrait à l'épargnant de s'orienter plus facilement dans les gammes de produits offerts tandis qu'il faciliterait le travail de conseil des vendeurs.

De plus, indépendamment du profilage effectué par les producteurs et des restrictions qui peuvent être apportées par les régulateurs à la commercialisation des produits les plus risqués et les plus complexes (cf. 2.1), **les distributeurs pourraient ainsi réserver, de fait, de tels produits aux catégories des clients les plus aptes à en mesurer la portée et à en supporter les risques**, en garantissant pour ce faire une organisation adéquate des forces de vente et de conseil.

2.2.3. Hiérarchiser les habilitations et adapter les compétences des conseillers vendeurs

Il importe enfin de s'assurer que les vendeurs disposent des compétences nécessaires pour vendre correctement les produits qu'ils sont habilités à proposer à la clientèle.

2.2.3.1. Hiérarchiser la force de vente

La solution adoptée par une majorité des établissements audités par la mission consiste à hiérarchiser la force de vente en distinguant, au sein même de la banque de détail, au moins trois et parfois quatre niveaux de vendeurs disposant d'habilitations plus ou moins étendues et répartis entre les agences, les groupes d'agences ou directions départementales et les régions ou sièges des banques ou caisses régionales dans les groupes fédératifs.

Un premier niveau est ainsi dédié à la clientèle grand public, dont l'habilitation est généralement limitée à la vente de produits bancaires (livrets, PEL, PEP, CODEVI, ...) voire, dans certains cas, de contrats d'assurance-vie en euros. Un deuxième niveau, dédié à la clientèle intermédiaire, bénéficie d'une habilitation s'étendant à une gamme limitée d'OPCVM, profilés ou non, de contrats d'assurance-vie multi-supports comportant un nombre restreint d'unités de compte, de fonds à formule garantis. Enfin, un troisième niveau, est souvent dédié à la clientèle haut de gamme ou patrimoniale ne relevant pas de la banque privée, dont l'habilitation est étendue à des gammes plus larges d'OPCVM, d'unités de compte et de produits de diversification²³.

Cette pratique de hiérarchisation des vendeurs est à encourager, y compris dans les réseaux d'assurance où cependant la moindre différenciation des produits vendus réduit les niveaux de vente, lorsqu'ils existent, à deux. Vendre des contrats d'assurance-vie offrant un grand nombre d'unités de compte ne requiert pas, à l'évidence, les mêmes compétences financières que vendre des contrats en euros.

2.2.3.2. Adapter la compétence des vendeurs

L'utilité principale de cette hiérarchisation est, en effet, de permettre d'adapter, notamment par la formation, la compétence des vendeurs aux produits qu'ils sont habilités à vendre.

²³ Parfois, ce troisième niveau est utilisé en appui au second (par exemple pour la vente de SCPI ou d'autres produits fiscaux) en plus de son portefeuille propre de clients.

L'un des moyens d'assurer cette adéquation est de subordonner l'habilitation à la délivrance d'une carte professionnelle sanctionnant une formation appropriée. C'est une formule déjà adoptée pour les produits d'assurance, une carte étant délivrée par les entreprises d'assurance ou les intermédiaires après accomplissement d'un cycle de formation. Si certains suggèrent de l'étendre aux produits financiers, ce système a cependant l'inconvénient d'être assez rigide et de poser des problèmes de suivi.

Une autre solution, plus souple, mais peut-être plus efficace, consisterait à **doter les conseillers vendeurs** des réseaux bancaires, et en priorité ceux habilités à vendre des produits financiers, d'un **carnet de formation**. Sur celui-ci seraient consignés par les organismes de formation, les formations, initiales et continues, générales ou plus spécialisées, reçues par l'intéressé, ainsi d'ailleurs, au moyen d'extraits de CV, que l'expérience acquise par lui dans la vente de ces produits.

Ce suivi et cette adaptation de la formation doivent être considérés comme une exigence fondamentale d'une bonne commercialisation. De ce point de vue, les banques devraient mettre à profit la période de renouvellement de leur personnel lié aux départs massifs à la retraite des générations anciennes au cours des prochaines années, pour **développer**, à l'intention des jeunes et futurs commerciaux, des **formations spécifiques aux produits financiers et à leur mode de commercialisation**.

Indépendamment des mesures qui pourraient être prises par chaque établissement en ce domaine, la profession pourrait prendre l'initiative de mettre en œuvre, par une action conjointe de la FBF et de l'AFG, des programmes de formation susceptibles d'être labellisés.

2.3. Fournir un conseil adapté

Améliorer la commercialisation des produits financiers implique de garantir aux investisseurs un conseil adapté, lorsque ceux-ci sont sollicités par un distributeur ou ont recours à une vente conseillée. Pour assurer la fourniture d'un tel conseil, il importe de :

- définir le champ et l'étendue du conseil minimal à exiger pour commercialiser, dans le cadre de la vente-conseil, les produits financiers ;
- mettre en place des outils d'aide au conseil afin de faciliter et de sécuriser le travail des conseillers vendeurs dans les réseaux bancaires comme dans les entreprises d'assurance, outils qui permettraient également d'assurer une traçabilité du conseil prodigué.

2.3.1. Délimiter le champ d'application et l'étendue de l'obligation de conseil

Dès lors que les produits financiers sont commercialisés dans le cadre de la vente conseillée, un minimum de conseil doit être fourni par les distributeurs. Pour ce faire, le champ et l'étendue du conseil doivent être précisés et devraient figurer explicitement dans le cadre de règles de conduite professionnelles.

2.3.1.1. Définir le champ d'application de l'obligation de conseil

L'obligation de conseil s'applique aux ventes qui peuvent intervenir à la suite :

- soit d'une **sollicitation personnalisée du client par le vendeur** qui portera généralement sur un ou plusieurs produits déterminés, que ce soit par voie de démarchage, de mailing ou de proposition sur le lieu de vente,
- soit d'une **demande de conseil du client en agence, chez un conseiller en investissement financier ou un intermédiaire en assurance**, demande qui peut porter sur un ou plusieurs produits déterminés sur lesquels son attention a été appelée, ou bien sur le placement d'une somme relativement importante pour lui sans indication de préférence pour tel ou tel produit.

Excepté pour les produits d'assurance, l'obligation de conseil n'est donc **pas applicable dans le cadre de l'exécution d'un ordre précis d'achat ou de souscription** passé par un client, de sa propre initiative et sans demande de conseil de sa part. C'est cette situation, exclusive de celle de la vente conseillée, qui est régie par les paragraphes 5 et 6 de l'article 19 de la directive MIF²⁴.

Il importe à cet égard que la frontière entre l'exécution d'un ordre d'achat et la vente conseillée soit clairement identifiable par l'investisseur. En particulier, lorsque des plateformes internet ne se contentent pas de proposer des informations relatives aux produits et de recevoir et transmettre des ordres, mais fournissent des modèles d'allocation d'actifs en fonction de l'appétence au risque des investisseurs potentiels, conduisant à préconiser un ou plusieurs produits, il ne s'agit plus d'une exécution d'ordre et les obligations relatives au conseil deviennent applicables dans leur intégralité.

De même, **lorsqu'un client se rend en agence pour rencontrer son conseiller vendeur, les souscriptions de produits financiers qui en découlent doivent être présumées avoir été effectuées dans le cadre d'une vente conseillée**²⁵.

En cas d'exécution simple d'un ordre d'achat ou de souscription, qui se fait le plus souvent à distance, il appartient au prestataire de faire la **preuve que les conditions de cette « execution only » sont remplies**, en produisant une confirmation écrite (mail ou fax) de l'ordre de souscription.

L'obligation de conseil ainsi délimitée devrait s'appliquer à tous les distributeurs et pour tous les produits d'épargne (produits bancaires, d'assurance-vie, OPCVM, actions placées en direct dans le cadre d'introductions en bourse ou de privatisations, produits structurés faisant l'objet d'une commercialisation active, etc.) comme pour tous les canaux de distribution (qu'il s'agisse de la vente en face à face ou de la vente à distance).

Afin d'assurer une application homogène de l'obligation de conseil à tous les distributeurs, il est proposé :

- **d'étendre les dispositions inscrites à cet égard dans la directive sur l'intermédiation en assurance aux salariés des entreprises d'assurance** afin d'éviter un traitement inégal de l'investisseur selon que les entreprises vendent directement par leurs réseaux salariés ou en faisant appel à des intermédiaires ;
- **d'étendre les règles professionnelles applicables aux CIF en matière d'obligation de conseil aux professions réglementées** (agents immobiliers, notaires, avocats,

²⁴ L'article 19.6 ne concerne en effet que les entreprises d'investissement fournissant des services d'investissement comprenant « *exclusivement l'exécution et/ou la réception et la transmission d'ordres des clients* ». En outre, il leur permet d'effectuer ces services d'investissement « *sans devoir obtenir les informations ni procéder à l'évaluation prévues au paragraphe 5* », lequel ne concerne que la fourniture de services d'investissement autres que le conseil en investissement et la gestion de portefeuille.

²⁵ C'est cette définition de la vente conseillée qui devrait être proposée par la France dans le cadre des discussions de « niveau 2 » de la directive MIF.

experts comptables, etc.) pratiquant à titre accessoire le conseil et la vente de produits financiers ; pour ce faire, ces règles pourraient être introduites dans les codes de déontologie de ces professions, ou rendues directement applicables à ces professions sous le contrôle du régulateur financier²⁶.

2.3.1.2. Déterminer l'étendue des diligences minimales à effectuer en matière de conseil

Il ressort de la directive sur l'intermédiation en assurance et de la directive MIF que le conseil à fournir à l'investisseur comporte deux composantes :

- la **connaissance du client** qui implique de s'informer sur sa situation financière, ses objectifs d'investissement, son horizon de placement et son degré d'acceptation du risque ;
- la **recherche du (ou des) produit(s) adaptés** à ses besoins.

Dans ces deux domaines, la régulation ne peut poser que des exigences minimales de nature à garantir la protection du consommateur, en laissant au libre jeu de la concurrence le soin d'assurer la meilleure qualité possible du conseil.

Délimiter l'étendue de ces exigences minimales revient à définir **le contenu minimum et la meilleure combinaison possible des deux composantes** de l'obligation de conseil. Le problème principal est de déterminer le bon séquençement entre les questions à poser au client et la recherche du ou des produits adaptés à ses besoins, tout en respectant la cohérence de la segmentation de clientèle préconisée dans le présent rapport – et déjà pratiquée par plusieurs établissements.

Le vendeur doit d'abord s'enquérir du **montant du placement**. S'il s'agit d'un premier placement par le client ou le client potentiel dans l'établissement, il devra questionner celui-ci afin d'en obtenir une connaissance minimale. Cette évaluation pourrait adopter le séquençement suivant :

1) En premier lieu, le vendeur doit prendre en compte la **situation financière du client**, appréciée en fonction du revenu et du montant global des avoirs financiers dont il dispose non seulement dans l'établissement en question mais aussi, le cas échéant, dans d'autres établissements. Le client ou client potentiel devra être interrogé sur ce dernier point²⁷ ainsi que sur son **âge** et sa **situation familiale** (cf. 2.2).

Les réponses apportées à ces questions par le client devraient permettre au vendeur de le **situer dans l'un des segments de clientèle** déterminés par l'établissement et donc de lui donner accès aux produits inclus dans la gamme offerte à ce segment de clientèle.

²⁶ Cette obligation de conseil devrait également être applicable aux gérants de tutelle pour lesquels des exigences de compétence financière minimale devraient être prévues.

²⁷ En cas de refus de réponse à cette question, l'établissement doit exprimer une réserve sur la qualité du conseil qu'il peut fournir.

2) Le vendeur doit ensuite s'enquérir des **objectifs de placement** du client : rémunération de liquidités conservées à titre de précaution ou dans l'attente d'un emploi durable, préparation de l'acquisition d'un logement, constitution d'une épargne à plus long terme en vue de s'assurer un complément de revenu ou de se constituer un capital susceptible de se valoriser et/ou d'assurer la protection de ses proches en cas de décès, préparation de la retraite, etc...

En fonction des réponses apportées à ces questions, le vendeur devrait être en mesure d'**identifier le ou les produit(s) de la gamme qui peuvent répondre à ces objectifs**.

3) La poursuite du questionnement du client **dépend de la nature de ces produits et peut être modulée selon leur degré de liquidité, de risque et de complexité**.

Si le **produit** répondant aux objectifs du client est à la fois **liquide et totalement garanti en capital** comme un livret bancaire ou un compte d'épargne logement, l'obligation d'information complémentaire sur le client se limite à une vérification de la disponibilité des sommes qu'il se propose de placer, étant observé que s'il supporte par ailleurs un endettement coûteux, le bon conseil à lui donner peut être de commencer par rembourser ses dettes.

Si le ou les **produit(s)** répondant aux objectifs du client sont **totalement garantis en capital, mais impliquent une immobilisation plus ou moins longue** pour en tirer pleinement parti – ce qui est le cas des PEL, des contrats d'assurance-vie en euros et des fonds à formule intégralement garantis – l'information sur le client doit être complétée par la prise en compte de son horizon de placement et de sa capacité à immobiliser le placement envisagé sur la période requise compte tenu de ses revenus, de ses charges et des actifs liquides dont il dispose par ailleurs.

Si le ou les **produit(s)** répondant aux objectifs du client, tout en restant relativement simples, ne sont **pas garantis en capital et impliquent de facto une immobilisation plus ou moins longue** tels que les fonds actions, obligataires ou profilés, les contrats d'assurance-vie en unités de compte ou les SCPI, l'information à recueillir auprès du client s'étend à son degré d'acceptation du risque et à la structure de ses autres actifs, eux-mêmes plus ou moins risqués et/ou immobilisés ; quant au conseil, il inclut un minimum de recherche de l'allocation d'actifs adaptée au profil du client tel qu'il a pu être déterminé à partir de l'ensemble des informations ainsi recueillies.

Enfin, si le ou les **produit(s)** répondant aux objectifs du client sont des produits **très risqués et/ou complexes** tels que les FCPR, FCPI, FCIMT, OPCI à effet de levier, fonds de gestion alternative, fonds à formule non garantis et autres produits structurés, il faudra s'enquérir en outre de l'expérience que le client a de ces produits et de l'importance de ses autres avoirs, notamment liquides.

De surcroît, le conseil doit être gouverné par un principe général de **diversification**, qui implique de ne pas investir dans un même produit un pourcentage trop important de son portefeuille financier.

Il importe ici de noter que le choix des produits doit tenir compte également de **la fiscalité**. Toutefois, celle-ci ne doit pas être l'unique motif du conseil et les conseillers doivent veiller à prendre en considération aussi bien les avantages qu'elle inclut que les contraintes qu'elle implique. Bien que les incitations fiscales aient pour objectif de favoriser certains types d'investissement, **les pouvoirs publics devraient porter attention au fait que cela peut conduire à des allocations d'actifs sous-optimales au regard des besoins et des objectifs des épargnants**.

Cette évaluation, plus ou moins complète, du profil du client, permet ensuite, pour les placements suivants, de procéder plus rapidement au choix du produit adapté. La connaissance du client devra cependant être **actualisée à l'occasion de chaque nouveau placement non répétitif²⁸ et significatif**.

Pour le reste, on peut s'en remettre à l'intérêt commercial bien compris de l'établissement pour qu'il procède à des mises à jour de cette évaluation lorsque l'évolution des disponibilités du client, telle qu'elle ressort de ses comptes, justifie que de nouveaux placements lui soient proposés. Une clause de rendez-vous, à périodicité variable selon l'importance des avoirs placés par le client dans l'établissement ou en cas de modification importante des conditions de marché susceptible d'affecter lourdement son portefeuille, pourrait être introduite, à titre de bonne pratique, dans les règles de conduite professionnelles.

2.3.2. Développer des outils d'aide au conseil

Il est nécessaire de mettre à la disposition des conseillers vendeurs des outils d'aide au conseil, tant pour l'évaluation du profil du client que pour la recherche de produits adaptés à ses besoins. Deux raisons justifient ce recours à de tels outils.

La première est d'aider les conseillers vendeurs à **surmonter leur réticence à proposer aux clients des produits à risque**, notamment des OPCVM investis en actions - réticence signalée par la plupart des établissements à réseaux auditionnés par la mission - en leur apportant une certaine couverture de leurs préconisations par leur établissement.

La deuxième raison, tout aussi importante, est de permettre une **industrialisation de la prestation de conseil**, nécessaire pour pouvoir en faire bénéficier des catégories plus larges de clientèle à un coût qui ne soit pas prohibitif.

A cet effet, la mission propose que des **questionnaires types assortis si possible de préconisations à faire en fonction des réponses du client** soient élaborés par les établissements²⁹ et mis à la disposition de leurs conseillers vendeurs, à l'image de ce qui a été fait ou entrepris par certains établissements, réseaux ou plates formes auditionnés.

S'ils ne peuvent se substituer à la formation nécessaire (cf. 2.2.3) ni gommer le caractère personnalisé de la prestation de conseil, ces outils devraient faciliter l'accomplissement par les conseillers vendeurs des diligences minimales requises en matière de connaissance de la situation financière, des objectifs d'investissement, de l'horizon de placement et du profil de risque du client et de lui proposer des produits adaptés à ses besoins.

²⁸ Ce qui exclut évidemment les versements réguliers effectués sur un contrat d'assurance-vie à prime périodique ou dans le cadre d'un plan d'épargne programmé.

²⁹ Ou par la profession si elle y a convenance.

Au delà, le jeu normal de la concurrence devrait conduire les établissements à se doter, en interne ou par achat sur le marché, d'outils plus perfectionnés de diagnostic patrimonial et d'optimisation de l'allocation d'actifs, comme quelques réseaux sont en train de le faire, afin de se différencier par la qualité du conseil fourni.

2.3.3. Garder trace de la prestation de conseil

La prestation de conseil devrait enfin faire l'objet d'une traçabilité, aussi bien pour les entreprises et intermédiaires d'assurance, que pour les réseaux bancaires et pour les CIF.

En effet, la directive relative à l'intermédiation en assurance, en cours de transposition, imposera aux intermédiaires d'assurance de garder trace, sur **support durable**, de la prestation de conseil. De même, l'article 13.6 de la directive MIF oblige toute entreprise d'investissement à **conserver un enregistrement** de tout service fourni et de toute transaction effectuée afin de permettre au régulateur de contrôler le respect de toutes les obligations de cette entreprise à l'égard de clients ou clients potentiels.

D'une part, seule une traçabilité du conseil prodigué permettra aux distributeurs de disposer d'**éléments de preuve indispensables en cas de contestation** et sécurisera ainsi le vendeur et le réseau. En effet, la Cour de Cassation, dans un arrêt du 7 janvier 2004, a d'ores et déjà jugé que la charge de prouver que l'obligation de conseil a bien été exécutée pèse sur le professionnel et non sur le client. Cela implique donc de conserver trace, sur un support matériel du conseil effectué.

D'autre part, la conservation (écrite et/ou enregistrée informatiquement) des informations obtenues et conseils délivrés est la **condition nécessaire au contrôle de conformité ou au contrôle interne** qui devront s'assurer du respect des règles de conduite établies en ce domaine.

Les conseillers vendeurs, qu'ils soient salariés, CIF ou intermédiaires d'assurance, devront donc au minimum **consigner les réponses du client à leur questionnaire type ainsi que les préconisations qu'ils auront faites**. Ces éléments devraient être conservés dans le dossier informatisé du client, durant une période correspondant à la durée de détention du ou des produits vendus ou tout au moins à leur durée de placement recommandée.

De plus, **une copie** du questionnaire d'évaluation et du conseil donné devrait être **remise au client**, ce qui, dans la perspective de postes de travail équipés de logiciels de questionnement client, ne coûtera que les frais d'une copie d'écran. En revanche, il n'est pas préconisé de rendre obligatoire la signature du client qui, l'expérience le prouve, ne constitue pas une réelle garantie pour lui et formaliserait à l'excès la relation de conseil.

Enfin, cette **exigence de traçabilité devrait également être appliquée aux ventes conseillées à distance**, en archivant les échanges de mail ou les enregistrements d'entretiens téléphoniques, sans parler des confirmations écrites souvent exigées.

2.4. Préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil

Pour que le conseil aboutisse au choix du meilleur produit correspondant aux besoins de l'épargnant, il ne doit pas être biaisé par des incitations indues à vendre tel produit plutôt que tel autre. Or, un tel biais peut être introduit par les **rémunérations versées au conseiller vendeur**.

Ce problème se pose de manière différente dans les réseaux intégrés (au sein desquels distributeurs et producteurs constituent deux entités liées) et chez les distributeurs indépendants.

2.4.1. Dans les réseaux intégrés

Dans les réseaux intégrés, le problème n'est pas celui de la rémunération de l'entité distributrice, laquelle est déterminée selon des modalités différentes en fonction des groupes, mais, en tout état de cause, ne profite pas directement aux agents chargés de la vente.

En revanche, les conseillers vendeurs peuvent être incités à privilégier la vente de certains produits par rapport à d'autres :

- soit temporairement à l'occasion des campagnes commerciales qui accompagnent le lancement d'un produit,
- soit de manière permanente du fait du poids qui serait accordé au volume de vente d'un produit privilégié dans le calcul de la rémunération variable qui leur est allouée ou dans le cadre de leur évaluation par leur hiérarchie.

Il n'est évidemment pas question de remettre en cause le principe des campagnes commerciales ni celui de la rémunération variable accordée aux vendeurs ou de la prise en compte de leurs résultats dans leur évaluation. Cependant, il doit être recommandé pour éviter un biais dans le conseil et, partant, des risques de ventes inadaptées :

- que la **rémunération variable**, lorsqu'elle existe, **soit limitée à un pourcentage raisonnable du revenu et assise sur le plus grand nombre possible de produits** et que le poids accordé à chacun dans ce calcul ne tienne compte que de sa plus ou moins grande difficulté de vente,
- qu'à côté du volume des ventes, cette rémunération prenne en compte des **éléments plus qualitatifs** tels que l'évolution du portefeuille de clients ou les conditions de suivi de ceux-ci,
- que l'évaluation des conseillers vendeurs soit établie en suivant les mêmes principes,
- que des pressions excessives ne soient pas exercées sur les vendeurs à l'occasion des campagnes commerciales limitées à un produit déterminé.

Il est à noter que lorsque les distributeurs intégrés auront mis en place les outils d'aide à un conseil adapté, dont l'objectif doit être le choix du ou des produits compatibles avec les caractéristiques de l'épargnant, les campagnes commerciales changeront de nature et prendront davantage la forme de ré-évaluations régulières des clients dans le but de compléter leurs placements ou de campagnes thématiques, plutôt que de simples campagnes de promotion du « produit du mois ».

Ces différents points devraient faire l'objet d'une **vigilance particulière de la part du contrôleur de conformité ou du contrôleur interne**. Pour ce faire, il est proposé que le contrôleur de conformité dans les réseaux bancaires, ou le contrôleur interne dans les entreprises d'assurance, soient associés à l'élaboration des systèmes de rémunération variable et des principes d'évaluation des conseillers vendeurs, comme à la préparation des campagnes commerciales.

Ce contrôle interne sera, par ailleurs, complété par le contrôle externe des régulateurs en ce domaine (cf. 3.4).

2.4.2. Pour les distributeurs indépendants

Pour les **distributeurs indépendants**, le biais que le mode de rémunération est susceptible d'introduire dans le conseil s'avère plus important, dans la mesure où ces derniers sont **rémunérés quasi intégralement par les producteurs** à travers les rétrocessions de commissions que ceux-ci perçoivent directement sur le client (comme les droits de souscription ou droits d'entrée qui vont quasi intégralement aux distributeurs) ou prélèvent sur l'encours et donc sur les performances du fonds ou du contrat.

La crainte s'est exprimée que ce système de rémunération ne se prête à des abus semblables à ceux constatés aux Etats-Unis, sous forme d'un sur-commissionnement direct ou indirect consenti par le producteur au distributeur pour qu'il propose ses produits de préférence à d'autres (cf. 1.3.2.).

Ces pratiques, dites de «**tête de gondole**», peuvent ne pas être complètement évitées par l'obligation faite aux CIF et aux intermédiaires d'assurance d'indiquer s'ils travaillent exclusivement ou non avec un seul ou un nombre limité de producteurs dont le client peut connaître l'identité. Elles ne peuvent pas non plus être systématiquement évitées par le recours du distributeur à une plate forme qui s'interpose parfois entre le producteur et lui, mais peut elle-même privilégier certains produits parmi ceux qu'elle a référencés.

Deux solutions peuvent théoriquement lui être apportées, en s'inspirant d'exemples étrangers :

1) La **solution britannique** consiste à exiger du distributeur l'affichage *a priori* des taux de rétrocession de commission dont il bénéficie de la part de chaque producteur sur chacun des produits qu'il distribue.

Ce système, dit du «*menu document*», s'avère particulièrement lourd à mettre en place et ferait peser un handicap sur une profession dont il faut encourager le développement. De plus, l'efficacité de ce dispositif est apparue contestable à la mission car :

- le consommateur n'est pas le mieux placé pour juger si le taux de rétrocession affiché est anormal ou pas, même si le régulateur britannique a prévu de l'informer des taux moyens pratiqués sur le marché ;
- il existe d'autres moyens, moins apparents, de rémunérer le distributeur (les «*soft commissions*» pouvant prendre la forme de séminaires, de stages de formations, mais aussi de voyages ou de «cadeaux» en fonction du nombre de produits vendus) qui échappent à cette obligation de transparence ;
- cette solution serait biaisée en France car elle ne pourrait pas être appliquée, faute de sens, aux réseaux intégrés, et conduirait ainsi à pénaliser les distributeurs indépendants.

2) La **solution américaine** consiste quant à elle à imposer aux producteurs d'individualiser, dans l'information sur les frais figurant sur les documents d'information de chaque produit, les commissions versées au distributeur.

Cette solution n'échappe pas à la critique d'une efficacité douteuse pour le consommateur et conduirait aux mêmes effets pervers que la solution britannique pour les distributeurs indépendants. A la vérité, ce qui importe au consommateur n'est pas la ventilation des frais entre distributeurs et producteurs mais **le coût global du produit et l'impact des frais totaux sur la performance**, sujet sur lesquels la mission a fait des propositions d'amélioration de la transparence (cf. 2.1.1.2).

C'est pourquoi la mission préconise une troisième solution reposant sur un **renforcement des contrôles exercés en ce domaine par les régulateurs**. Il est en effet proposé que les **producteurs déclarent chaque année les taux de rétrocessions pratiqués l'année précédente sur leurs différents produits à l'égard de leurs différents distributeurs**. Ainsi, à partir de telles données, des moyennes de marché par type de produit pourraient être établies et les écarts apparemment anormaux être identifiés.

Pour les produits financiers émanant de sociétés étrangères, il est proposé que cette obligation de déclaration incombe, dans les mêmes termes, aux distributeurs français, permettant ainsi au régulateur de disposer d'une information complète et d'assurer une égalité de traitement entre produits français et étrangers.

L'analyse des données ainsi collectées permettrait au régulateur de demander dans un premier temps aux producteurs et distributeurs des explications concernant les écarts observés et, ensuite, de programmer éventuellement des **audits sur place chez les producteurs puis les distributeurs**, afin de rechercher si les écarts insuffisamment justifiés ne correspondent pas à des pratiques préférentielles ayant conduit le distributeur à vendre principalement les produits les mieux rémunérés. A cette occasion, les *soft commissions* pourront aussi faire l'objet d'investigations par les régulateurs.

Si de telles pratiques étaient repérées, elles devraient faire l'objet, en application des pouvoirs du régulateur, d'**injonctions** d'y mettre fin et/ou de **sanctions** qui pourraient, les unes et les autres, être rendues publiques³⁰.

Enfin, les responsables du contrôle interne dans les sociétés de gestion pourraient être utilement impliqués dans cette surveillance des rémunérations en **contrôlant les contributions non monétaires des producteurs à leurs distributeurs** et en s'assurant que celles-ci correspondent bien à des actions destinées à améliorer la formation ou le service rendu à l'épargnant³¹.

³⁰ Concernant plus spécifiquement les comptes gérés sous tutelle, le projet de loi de réforme des tutelles devrait prévoir l'interdiction de toute rétrocession de commissions au profit du gérant sauf accord explicite du juge d'instance. Il devrait en outre prévoir la mise en place d'incompatibilités plus strictes pour les gérants de tutelle qui exercent une activité complémentaire qui peut altérer l'objectivité de leur gestion (distributeurs de produits financiers notamment).

³¹ Ainsi, si l'organisation de séminaires ou de stages par des producteurs peut apparaître légitime, il n'en est pas de même pour des cadeaux ou avantages personnels totalement déconnectés de la commercialisation des produits et du métier de conseiller en gestion de patrimoine.

En complément de cette suggestion, la mission s'est interrogée sur les moyens d'encourager l'émergence ou le développement d'une **tarification de la prestation de conseil par la voie d'honoraires directement perçus par le conseiller**. Cette pratique, aujourd'hui peu développée même chez les CIF, présenterait l'avantage de renforcer l'indépendance des distributeurs à l'égard des producteurs et de garantir au distributeur une rémunération pour un conseil donné, même lorsque ce conseil n'aboutit pas à une vente. Un bon conseil peut en effet parfois conduire à une ré-allocation, une rationalisation du portefeuille ou un désendettement, plutôt qu'à l'acquisition de nouveaux produits.

Cette rémunération du conseil par voie d'honoraire se heurte aujourd'hui avant tout à la difficulté de faire admettre la rémunération du conseil par le consommateur, mais aussi au fait que, au moins pour les produits financiers, les honoraires payés par le consommateur sont soumis à la TVA, à la différence des rétrocessions de commission.

Ce handicap fiscal pourrait être en partie compensé par l'**admission des honoraires de conseil en déduction des revenus du patrimoine**, à l'image de ce qui existe pour les droits de garde.

Quant à la réticence des consommateurs à payer le service de conseil, elle pourrait être quelque peu atténuée s'il était entendu que dans les cas où le conseil aboutit à une vente, **les honoraires le rémunérant seraient déduits des droits de souscription des produits**. Cela permettrait peut-être d'introduire une facturation modeste du conseil, compensant le temps de travail qui y est consacré, à l'intérieur même des réseaux bancaires.

2.4.3. La sélection des produits

Les diligences minimales de conseil permettront de garantir une bonne allocation d'actifs aux épargnants et un choix de type de produit adapté à leurs besoins. Cependant, le choix du produit spécifique, même s'il est moins déterminant pour l'épargnant, peut être **biaisé par la sélection des produits** opérée par le distributeur. En effet, les réseaux bancaires offrent principalement voire exclusivement à leurs clients des produits « maison », les CIF ne peuvent proposer que les produits de producteurs auprès desquels ils ont une carte de démarchage tandis que les plates-formes procèdent le plus souvent à un tri dans la présentation des produits. Il peut donc exister un biais dans la composition même de la gamme de produits offerts chez les distributeurs et au sein de laquelle le choix peut être effectué (cf. 1.2).

Aussi est-il proposé, pour les réseaux intégrés des banques et les entreprises d'assurance (y compris pour leurs agents généraux), d'exiger des distributeurs que soit précisé au client **si les produits proposés sont exclusivement des produits « maison » ou peuvent venir d'autres producteurs**.

Parallèlement les CIF, les plates-formes et les courtiers devraient indiquer, le cas échéant, les **producteurs avec lesquels ces distributeurs travaillent de préférence** parmi l'ensemble de ceux avec lesquels ils déclarent travailler.

2.5. Mieux responsabiliser les acteurs

Une bonne commercialisation des produits financiers implique que les acteurs soient davantage responsabilisés et remplissent ainsi les obligations qui leur incombent. Trois aménagements doivent être prévus à cet effet :

- une clarification des responsabilités respectives des producteurs et des distributeurs,
- la création d'un statut de courtier en produits financiers, qui permettra aux distributeurs d'être plus indépendants vis-à-vis des producteurs et d'assumer pleinement leur responsabilité en matière de commercialisation,
- le développement d'actions tendant à aider le consommateur à assumer ses responsabilités.

2.5.1. Clarifier les responsabilités respectives du producteur et du distributeur

Des règles d'ordre public doivent établir clairement les principales responsabilités du producteur et du distributeur.

Si le **producteur** est de façon évidente l'unique responsable de la **conception du produit**, sa responsabilité s'étend également à trois domaines :

- la confection des **documents contractuels** et des **informations relatives au produit**, en particulier le **profilage de celui-ci**, c'est-à-dire la définition du «profil type » de l'investisseur auquel il est destiné³² (cf. 2.1.3.) ;
- le **contrôle de la conformité aux documents contractuels des documents commerciaux et publicitaires** prévus par le distributeur; pour ce faire, les distributeurs devront donc soumettre *a priori* ces documents aux producteurs ;
- la **mise à disposition du distributeur de tous les moyens de formation nécessaires** à la bonne commercialisation des nouveaux produits.

Le **distributeur** est quant à lui seul responsable de la **transmission de l'information** et de la **fourniture du conseil** (dans le cadre défini au 2.3.1.) au client.

Dans les réseaux intégrés, les producteurs répondent la plupart du temps à des besoins précisés par la banque de détail dans le cadre d'un cahier des charges déterminé par celle-ci. Ce fonctionnement est sans conséquence sur le régime de responsabilité préconisé, la même entité étant alors à la fois producteur et distributeur.

Toutefois, lorsque des filiales de production de réseaux intégrés, ou toute autre société de gestion, répondent à des appels d'offre émanant d'autres distributeurs, **il importe, même si le produit doit se conformer à un cahier des charges imposé au producteur, que celui-ci indique le profil-type** de l'investisseur auquel est destiné le produit.

³² Lorsque le produit est commandé par le distributeur, la responsabilité du producteur se limite à la traduction correcte de ce profil type qui doit lui être communiqué par le distributeur.

Hors de ces champs de responsabilité propre, les conventions entre distributeurs et producteurs peuvent préciser des domaines de responsabilité partagée ou aménager d'autres responsabilités respectives de niveau contractuel. Il est donc recommandé que les relations entre producteurs et distributeurs soient systématiquement formalisées à travers des **conventions écrites**.

Les associations professionnelles pourraient utilement contribuer à l'élaboration de conventions types afin d'aider producteurs et distributeurs dans cette formalisation.

2.5.2 Créer un statut de courtier en produits financiers

Aujourd'hui, les conseillers en investissement financier (CIF) doivent obtenir des cartes de démarchage auprès des producteurs afin de pouvoir commercialiser leurs produits. Outre son inconvénient, cette contrainte limite la gamme des produits offerts ainsi que l'indépendance des CIF à l'égard des producteurs avec lesquels ils travaillent. De plus, ce dispositif fait remonter, en cas de difficulté, toute la responsabilité aux mandants que sont les producteurs ayant délivré une carte de démarchage, les démarcheurs étant considérés comme leurs préposés.

Les plateformes internet n'apportent qu'une solution partielle à cette situation. En effet, celles-ci, en tant qu'entreprises d'investissement, peuvent délivrer aux CIF une carte de démarchage, et permettre à ces derniers de commercialiser l'intégralité des produits qu'elles proposent. Toutefois, cette solution continue de limiter le nombre de produits pouvant être commercialisés par les CIF ; en effet, ces derniers ne peuvent offrir que les produits au préalable sélectionnés par la plateforme. De plus, dans une telle situation, la responsabilité remonte toujours au mandant qu'est alors la plateforme.

Aussi, afin de renforcer l'indépendance du CIF par rapport au producteur, de rendre le CIF réellement responsable de son activité de vente conseil et d'harmoniser les modes de distribution des produits financiers et des produits d'assurance, il est proposé de **créer un statut de courtier en produits financiers**, le courtier étant comme on le sait mandataire du client et non du producteur.

Les CIF pourraient ainsi opter entre le démarchage ou le courtage, de la même façon qu'en assurance les intermédiaires peuvent être agents généraux ou courtier.

2.5.3. Aider le consommateur de produits financiers à assumer ses responsabilités

Si l'information à remettre à l'investisseur avant l'acquisition de tout produit est un des axes de proposition du présent rapport, elle ne peut être utile que si l'acheteur potentiel est apte à la comprendre. De même, si des exigences minimales en terme de conseil doivent être demandées au distributeur, elles ne peuvent pallier totalement les connaissances insuffisantes des consommateurs de produits financiers.

Il est donc indispensable de mettre en œuvre des outils pédagogiques à la disposition des **épargnants**, afin de les aider à assumer leurs responsabilités. Car ces derniers **seront toujours en dernier ressort les responsables de leurs choix d'investissement**. Quels que soient les dispositifs mis en œuvre par le régulateur et les professionnels afin de mieux protéger les consommateurs, il ne sera pas possible de faire leur bonheur malgré eux.

2.5.3.1. Former les consommateurs de produits financiers

Les consommateurs de produits financiers ne pourront assumer pleinement leur responsabilité que s'ils sont en mesure de comprendre les informations essentielles relatives à ces produits. C'est à cette fin qu'un groupe de travail de l'AMF a été amené à proposer la création d'un **institut de formation des épargnants**, dans le but d'améliorer l'éducation économique et financière de nos concitoyens par la mobilisation de tous les canaux possibles de formation et d'information.

La priorité dans ce domaine est d'**apprendre au consommateur à poser les bonnes questions** lorsqu'il est en situation d'acheter un produit ou de discuter avec son conseiller vendeur. Pour ce faire, l'institut de formation des épargnants pourrait se rapprocher utilement du comité consultatif du secteur financier (CCSF) afin de réfléchir aux questions essentielles à poser et s'attacher ensuite à les diffuser. Les six éléments clés du produit (nature, existence d'une garantie, durée minimale de placement recommandée, chances de gains et risques de pertes, frais, profil type de l'investisseur) présentés dans le présent rapport (cf. 2.1) pourraient servir de matrice à ce travail.

Par ailleurs, il est également nécessaire de faire passer auprès des épargnants quelques **messages fondamentaux**, notamment sur les liens étroits qui existent entre le rendement, le risque et la durée de placement. En effet, il doit être dit clairement qu'il n'est pas possible de proposer à l'épargnant un rendement élevé pour un produit liquide et sans risque, que la recherche du rendement implique une prise de risque, mais que celui-ci peut être sensiblement atténué par un allongement de la durée du placement (cf. 2.1 et annexe VI).

2.5.3.2. Assurer le suivi et la communication sur des performances calculées sur la durée de placement recommandée plutôt que sur une base annuelle

Afin de relayer ce message clé auprès des épargnants et de les sensibiliser à l'importance de la durée de placement recommandée, le calcul des performances des produits financiers devrait prendre en compte cette donnée. En effet, la publication, année après année, de la performance annuelle d'un fonds dont la durée recommandée de placement est de cinq ans ou huit ans, est à la limite d'une communication trompeuse sur le produit.

Il conviendrait, au contraire, de privilégier une **communication axée sur la performance annualisée calculée, de manière glissante, sur la durée de placement recommandée**.

Cette recommandation, plus générale que celle récemment faite par l'AFG à ses adhérents, devrait figurer au rang des règles professionnelles. Elle s'adresse également à la presse économique et financière qui a, en ce domaine, un rôle pédagogique à jouer vis-à-vis des épargnants.

2.5.3.3. Mieux informer le consommateur et promouvoir une évaluation indépendante des produits financiers

Au-delà de cet affichage, **les épargnants doivent pouvoir bénéficier d'une information comparative sur les produits financiers plus simple et lisible qu'aujourd'hui**. En effet, les évaluations de produits sont aujourd'hui nombreuses, qu'elles soient à l'initiative de la presse financière ou d'agences de notation. Cependant, les méthodes adoptées sont souvent hétérogènes et peu transparentes et ne permettent pas de comparaisons claires entre les produits.

Afin de permettre de telles comparaisons, il est proposé que le régulateur réunisse un **groupe de place** chargé d'explicitier et d'harmoniser les méthodes d'évaluation des performances et des scénarios d'évolution (cf. 2.1).

Ce travail pourrait être concrétisé par la mise en œuvre d'un **site internet présentant l'intégralité de ces comparaisons à destination des consommateurs**, soit sous l'autorité du régulateur (comme l'a fait le régulateur britannique avec des tables comparatives) soit par des groupements d'associations indépendantes de consommateurs.

2.6. Améliorer le service après vente

L'acte de commercialisation, s'il doit conduire à la vente de produits financiers, ne s'arrête pas pour autant au moment de l'acquisition de ceux-ci par l'épargnant. Il importe que, durant la vie du produit, les épargnants puissent bénéficier des informations et conseils requis en cas de modifications du produit et aient la possibilité de faire valoir leurs droits à travers un dispositif adapté de traitement des litiges.

2.6.1. Rester vigilant sur les conditions dans lesquelles sont apportées des modifications en cours de vie du contrat ou du produit

Une fois le produit financier vendu ou acheté, celui-ci est susceptible de connaître des modifications. Un **principe général d'information des investisseurs et souscripteurs en cas de modification du produit** ayant un impact pour eux doit donc être retenu. Ce principe suppose, plus particulièrement, que certaines obligations minimales reposent sur les producteurs et les distributeurs.

Les producteurs doivent avant toute chose informer les porteurs des réorientations de gestion effectuées. En matière d'OPCVM, **les modifications apportées aux orientations de gestion**, si elles n'étaient pas explicitement prévues au moment de la souscription, doivent donc être **communiquées aux souscripteurs** lorsqu'elles sont susceptibles d'avoir des conséquences pour eux. De plus, les producteurs doivent veiller à ce que ces modifications n'aient pas de conséquences défavorables pour les porteurs, notamment en matière fiscale.

Pour ce qui est des **contrats d'assurance-vie collectifs «groupe ouvert»**, les assureurs devront veiller à ce que les modifications apportées aux garanties du contrat en accord avec l'association souscriptrice soient faites sous le contrôle de ses organes de gouvernance³³.

Les distributeurs ont quant à eux certaines obligations minimales à l'égard du consommateur durant la vie du produit. Ainsi, pour les produits bancaires, il leur revient d'informer l'épargnant des modifications réglementaires concernant les taux, susceptibles de modifier l'adéquation du produit aux besoins de l'investisseur. Plus largement, les conseillers vendeurs ou les distributeurs indépendants devront **ré-examiner la pertinence de l'investissement initial en cas de modification substantielle des conditions de rémunération ou de fiscalité** relatives à un produit financier.

³³ En ce domaine, l'amendement sénatorial à la loi portant diverses dispositions en matière d'assurance permettra d'améliorer substantiellement le dispositif de gouvernance des associations souscriptrices.

Par ailleurs, lorsque des **modifications affectant la nature d'un produit souscrit, ou toute autre caractéristique fondamentale de celui-ci** (cf. 2.1) sont proposées à l'épargnant sans que l'enveloppe juridique du produit initialement souscrit soit modifiée, le distributeur doit assurer les **diligences minimales relatives au conseil** (cf. 2.3). Ainsi, lorsque certains distributeurs proposeront aux adhérents de contrats en euros de les transformer en supports en unités de compte, comme cela sera possible dès le 1^{er} janvier 2006, les distributeurs devront procéder à des diligences minimales complémentaires afin de s'assurer de l'adéquation du nouveau support aux besoins et au profil de risque des investisseurs concernés.

2.6.2. Faciliter le traitement amiable des litiges

L'investisseur peut estimer ne pas avoir bénéficié de l'information ou du conseil requis et solliciter le distributeur afin d'obtenir modification ou réparation de l'achat effectué, avant d'initier, en cas de désaccord, une action contentieuse. Il convient de faciliter le traitement amiable de ces litiges, ce qui suppose **un traitement adapté des réclamations par les distributeurs et la possibilité d'une médiation**. Un tel dispositif concourt en effet à l'amélioration du processus de commercialisation à deux égards :

- d'une part parce qu'il permet aux consommateurs de produits financiers de faire valoir leurs droits plus rapidement et plus facilement que par la voie contentieuse,
- d'autre part en ce qu'il constitue, pour l'établissement concerné, une source précieuse d'informations sur les dysfonctionnements qui peuvent affecter son dispositif de commercialisation et une incitation à les corriger, sans encourir un risque de réputation consécutif à une procédure judiciaire.

Il est souhaitable qu'un **service central de traitement des réclamations** soit mis en place dans chaque réseau bancaire ou chaque entreprise d'assurance et soit directement rattaché à la direction. Une telle organisation garantit d'une part l'indépendance de ce service par rapport aux services gestionnaires qui ont au préalable commercialisé le produit à l'origine du litige, et d'autre part un traitement égal des réclamations au sein d'un même réseau ou d'une même entreprise quel que soit le lieu de résidence du client.

Aussi, au moment de la vente des produits financiers, l'existence de ce service de traitement des réclamations et ses coordonnées complètes doivent être précisées à l'investisseur. La mise en place de ce service et la transmission de ses coordonnées aux investisseurs au moment de la souscription doivent devenir des règles professionnelles pour les distributeurs.

Par ailleurs, en cas de désaccord à l'issue du traitement des réclamations, il importe de favoriser les modes alternatifs de règlement des litiges et en particulier **la médiation**, comme les directives européennes encouragent à le faire³⁴.

Plusieurs dispositifs de médiation existent à ce jour et varient selon les secteurs voire selon les établissements. Il n'entraîne pas dans le champ de la mission de procéder à une rationalisation de l'organisation de la médiation financière et bancaire en France, même si celle-ci est aujourd'hui peu lisible pour l'épargnant.

³⁴ La médiation comporte en effet l'avantage d'assurer la confidentialité et la gratuité dans le respect du contradictoire.

Cependant, un premier principe doit être posé et repris comme règle professionnelle par l'ensemble des distributeurs, qui est de **prévoir un médiateur compétent en cas de litige relatif à des produits d'épargne (financière ou bancaire)**. L'existence et les coordonnées de ce médiateur doivent être précisées à l'épargnant dans la réponse faite à sa réclamation, lorsque celle-ci lui est défavorable. Ce principe doit aussi figurer parmi les règles professionnelles des distributeurs.

III.

LA MISE EN ŒUVRE

Dans leur majorité, les recommandations formulées dans la deuxième partie du présent rapport portent sur des règles de conduite opérationnelles qui auront d'autant plus de chances d'être respectées qu'elles feront l'objet d'un engagement collectif des professions concernées. Ces règles doivent, en outre, pouvoir être adaptées avec une grande souplesse aux évolutions possibles des conditions d'exercice des activités. C'est pourquoi il est proposé de les inscrire dans des **codes de conduite professionnels approuvés ou reconnus par les autorités publiques**.

Le respect de ces règles pourra ainsi être assuré, en interne, par le **contrôle « de conformité »** au sein des établissements, sous la **surveillance des régulateurs** qui, dès lors qu'elles auront été approuvées, pourront en sanctionner les manquements éventuels.

Un nombre limité de recommandations qui touchent aux obligations des professionnels et aux droits des tiers devront cependant faire l'objet de dispositions législatives ou réglementaires qu'il convient d'exposer en premier lieu.

3.1.Des dispositions législatives et réglementaires en nombre limité

3.1.1.Les dispositions législatives

Ces dispositions concernent la mise en œuvre des recommandations du rapport qui touchent au champ d'application de l'obligation de conseil, au régime fiscal applicable aux honoraires de conseil, au droit de la responsabilité et aux pouvoirs des régulateurs³⁵.

C'est ainsi que devraient être inscrites dans la future loi de transposition de la directive MIF :

- d'une part, la **définition de la vente comportant obligation de conseil** par opposition à la simple exécution d'un ordre d'achat (recommandation 2.3.1.1.),
- d'autre part, la **définition des responsabilités respectives du producteur et du distributeur** de produits d'épargne proposés dans la recommandation 2.4.1, ainsi que la **création d'un statut de courtier en produits financiers** pour les CIF (recommandation 2.5.2).

³⁵ Sur ce point, voir le 3.3.1. du rapport.

Pourrait aussi y figurer l'**extension de l'obligation de conseil** prévue par cette directive **aux entreprises d'assurance travaillant par leurs réseaux salariés** (recommandation 2.3.1.1.).

Devrait également faire l'objet d'une disposition de cette future loi de transposition de la directive « MIF » **l'extension aux professions réglementées** qui pratiquent à titre accessoire l'activité de conseil et de vente de produits financiers **des règles de conduite imposées aux conseillers en investissements financiers**, selon l'une ou l'autre des modalités prévues au même point 2.3.1.1. du rapport.

Enfin la déductibilité des honoraires de conseil des revenus du patrimoine imposables (recommandation 2.4.2.) devrait être inscrite dans une loi de finances.

3.1.2. Les dispositions réglementaires

Devraient faire l'objet de dispositions réglementaires³⁶ les obligations auxquelles devraient être soumis les producteurs et distributeurs en matière d'information, de publicité et de déclarations aux régulateurs.

1) L'obligation de faire figurer, de manière claire et apparente dans le prospectus simplifié des OPCVM et dans la note d'information du contrat d'assurance-vie **les six informations-clés** identifiées au 2.1.1.2. du présent rapport.

2) L'extension aux SCPI et aux contrats d'assurance-vie des règles concernant la **publicité** applicables aux OPCVM (recommandation 2.1.4.).

3) L'obligation faite aux promoteurs de produits financiers ou d'assurance-vie financés par des prêts d'indiquer dans leurs documents commerciaux et contractuels le **rendement minimum** du produit nécessaire pour couvrir le frais et les intérêts de l'emprunt (recommandation 2.1.5.).

4) L'obligation faite aux producteurs de déclarer annuellement aux régulateurs les **taux de rétrocession de commissions à leurs distributeurs externes** pratiqués l'année précédente et celle faite parallèlement aux distributeurs de produits importés de leur déclarer les taux des rétrocessions de commissions perçues par eux sur ces produits (recommandation 2.3.5.).

3.2. Des règles de conduites à inscrire dans des codes professionnels approuvés par les régulateurs

La majeure partie des recommandations de la mission porte, on l'a dit, sur des règles de conduite opérationnelles, souvent inspirées des meilleures pratiques identifiées lors des auditions et investigations auxquelles elle a procédé. Il est proposé aux professions concernées d'insérer ces règles dans des codes de bonne conduite professionnels approuvés ensuite par les pouvoirs publics, plutôt que de les figer dans des lois ou règlements plus difficilement adaptables à l'évolution des conditions d'exercice des activités.

³⁶ Décret, arrêtés ministériels, règlement général de l'AMF ou, par renvoi de celui-ci, instructions de l'Autorité.

3.2.1. La liste des règles de conduite concernées

Quinze recommandations du rapport, dont la liste est dressée ci-après, devraient pouvoir figurer dans des codes de conduite professionnels.

3.2.1.1. En ce qui concerne la pertinence de l'information sur les produits

1) Le principe du **profilage du produit** par le producteur, c'est-à-dire l'identification du type d'investisseurs auquel est destiné le produit à partir de leurs besoins, de leur horizon de placement, de leur profil de risque ou de leur qualité d'investisseurs qualifiés ou non (recommandation 2.1.3.).

3.2.1.2. En ce qui concerne le ciblage de la commercialisation dans les réseaux

2) Le principe d'une **segmentation de la clientèle** prenant en compte au moins le montant des avoirs financiers, l'âge et la situation familiale du client (recommandation 2.2.1.)

3) Le principe de profilage et de **modulation de l'offre** de produits par segment de clientèle (recommandation 2.2.2.)

4) Le principe de **hiérarchisation de la force de vente** (recommandation 2.2.3.1.)

5) Le principe d'**adaptation de la compétence des vendeurs** aux produits qu'ils sont habilités à vendre et le suivi de la formation (recommandation 2.2.3.2.)

3.2.1.3. En ce qui concerne la fourniture d'un conseil approprié et impartial

6) Les **modes de mise en œuvre de diligences minimales en matière de conseil** (recommandation 2.3.1.2.)

7) La **mise en place d'outils d'aide au conseil**, en particulier de questionnaires types assortis de préconisations quant à la nature des produits à proposer en fonction des réponses du client (recommandation 2.3.2.)

8) Les **modes de mise en œuvre de la traçabilité** des prestations de conseil (recommandation 2.3.3.)

9) Le **principe de neutralité des systèmes de rémunération** variable et d'évaluation des commerciaux quant à la nature des produits conseillés (2.4.1.)

10) L'expérimentation d'une **facturation de la prestation de conseil** imputable, en cas de vente, sur les frais de souscription du produit ou du contrat (recommandation 2.4.2.)

11) La déclaration du distributeur précisant la commercialisation exclusive ou non de produits « maison » et, le cas échéant, précisant les producteurs avec lesquels il travaille de manière privilégiée (2.4.3.)

3.2.1.4. En ce qui concerne la communication sur les performances du produit ou du contrat

12) La **communication des performances calculée sur la durée minimum de placement recommandée** (recommandation 2.5.2.)

3.2.1.5. En ce qui concerne le service après-vente:

13) Les règles à respecter en cas de **modification du produit ou du contrat** (recommandation 2.6.1.)

14) Les conditions d'un **traitement équitable des réclamations** (recommandation 2.6.2.)

15) Le **droit d'accès à la médiation** (recommandation 2.6.3.)

3.2.2. La procédure proposée

Il est proposé d'offrir aux associations professionnelles représentatives des secteurs concernés (Fédération bancaire française (FBF) et Association française des entreprises d'investissement (AFEI) pour les établissements de crédit et entreprises d'investissement, Fédération française des Sociétés d'assurance (FFSA) et Groupement des entreprises mutualistes d'assurance (GEMA) pour l'assurance-vie³⁷, Association française de gestion (AFG) pour les sociétés de gestion, associations de courtiers d'assurance³⁸) d'inscrire ces règles ou principes dans des codes de conduite professionnels, comme cela a été fait pour les conseillers en investissements financiers et comme cela est déjà pratiqué par certaines d'entre elles.

Cela présenterait l'avantage de disposer d'un ensemble de règles de conduite :

- bénéficiant de **l'engagement collectif de ces professions**,
- établies dans un **cadre plus proche du terrain et plus facilement adaptable aux évolutions futures** que la réglementation d'origine publique.

Pour que les règles ainsi inscrites dans les codes de conduite professionnels soient **opposables à tous les établissements même dans les secteurs où l'adhésion à une association professionnelle n'est pas obligatoire** (entreprises et courtiers d'assurance) et afin de **permettre aux régulateurs de faire cesser ou de sanctionner les manquements éventuels à ces règles**, il est nécessaire que ces codes de conduite soient **approuvés ou reconnus par les pouvoirs publics**. Ils pourront l'être, **à l'initiative des associations professionnelles**, par les autorités indépendantes chargées du contrôle et de la régulation ou par le ministre de l'Economie et des Finances après consultation de l'autorité compétente, selon les secteurs et l'existence ou non de délégations prévues par la loi³⁹.

Il devrait être laissé aux associations professionnelles un **délai d'un an** pour élaborer ces codes. Bien entendu, les règles correspondant aux recommandations du présent rapport qui n'auraient pas été reprises dans des codes de conduite professionnels à l'issue de ce délai pourront être inscrites dans les règles ou instructions établis à l'initiative des régulateurs (règlement général et instructions de l'AMF, partie réglementaire du code des Assurances, décret ou arrêté pris après avis du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières).

³⁷ Pour l'assurance-vie, d'autres organisations professionnelles sont également concernées comme la FNMF, le CETIP ou la FNIM.

³⁸ Il existe aujourd'hui deux associations qui sont en cours de rapprochement.

³⁹ L'AMF dispose d'un pouvoir d'approbation exprès (voir les articles 322-29 et 321-25 du RG AMF). Pour sa part, la Commission bancaire a reconnu des règles de bonne conduite en application de l'article L. 613-1 du Code monétaire et financier, sans néanmoins leur conférer une valeur réglementaire.

Enfin les actes d'approbation de ces codes devraient fixer, sur proposition des professions, le **calendrier d'application** de celles des règles dont la mise en œuvre implique légitimement des délais.

3.3. Le contrôle de conformité à l'intérieur des établissements

L'application des règles de conduite en matière de commercialisation des produits d'épargne, qu'elles trouvent leur origine dans la loi, le règlement, les instructions ou les règles professionnelles approuvées par les régulateurs, devrait être assurée en première ligne, à l'intérieur de chaque établissement, par le « contrôle de conformité ».

Ce contrôle, introduit dans la réglementation bancaire et financière par un arrêté du 31 mars 2005 (entrant en vigueur le 1^{er} janvier 2006) modifiant le règlement 97-02 du CRBF relatif au contrôle interne des établissements de crédit et entreprises d'investissement, tend à prévenir *« le risque de sanction judiciaire, administrative ou disciplinaire, de perte financière significative ou d'atteinte à la réputation, qui naît du non-respect de dispositions propres aux activités bancaires et financières, qu'elles soient de nature législatives ou réglementaires ou qu'il s'agisse de normes, professionnelles et déontologiques, ou d'instructions de l'organe exécutif prises notamment en application des orientations de l'organe délibérant »*.

Il **permet donc de veiller à l'application de normes professionnelles** dont la violation serait susceptible d'être sanctionnée par les tribunaux⁴⁰ ou par des autorités administratives ou disciplinaires, c'est-à-dire :

- s'agissant de l'AMF de règles professionnelles approuvées par elle (articles L.621-15 II a du Code monétaire et financier et L.621-17 concernant les conseillers en investissements financiers),
- s'agissant de la Commission bancaire de « règles de bonne conduite de la profession » reconnues comme telles par la Commission⁴¹. (articles L 613-16 et L613-21 du COMOFI)

Les règles relatives à la commercialisation des produits d'épargne susceptibles de figurer dans des codes de bonne conduite professionnels approuvés par les autorités entrent évidemment dans cette catégorie. **Le contrôle de conformité doit donc être étendu à la distribution de ces produits**, qui doit en constituer l'un des « pôles métiers », notamment dans les réseaux bancaires.

A cet égard, le règlement 97-02 modifié impose aux établissements de crédit et entreprises d'investissement la création d'une fonction conformité, au sein du contrôle interne, directement rattachée à l'organe exécutif. Cette fonction doit être dotée d'un responsable chargé de veiller à la cohérence et à l'efficacité du contrôle de conformité.

Pour les prestataires de services d'investissement, cette responsabilité peut être confiée au responsable du contrôle des services d'investissement régi par les articles 321-5 et 321-13 du règlement général de l'AMF. Ce mode d'organisation s'imposera notamment dans les sociétés de gestion indépendantes.

⁴⁰ En tant qu'usages reconnus.

⁴¹ Voir par exemple lettre du 15 mai 1990 concernant des recommandations de l'AFEC relatives aux méthodes de commercialisation des PEP et lettre du 10 juin 1991 concernant des recommandations de l'ASFFI en matière de déontologie des OPCVM.

Dans les établissements multi-capacitaires, il est souhaitable de distinguer **deux domaines du contrôle de conformité** :

- celui de **la production**, chargé de veiller notamment au respect par la (ou les) société(s) de gestion du groupe de leurs obligations en tant que producteurs d'OPCVM ;
- celui de **la distribution**, chargé de veiller au respect par le réseau des obligations faites aux distributeurs de produits bancaires, financiers ou d'assurance sans qu'il soit souhaitable, à ce niveau, de distinguer selon les produits.

Dans les entreprises d'assurance, ce contrôle de conformité devrait être assuré par le **contrôle interne qu'il conviendra de renforcer et d'étendre, par voie réglementaire**, aux entreprises d'assurance non cotées⁴², dans l'attente de l'introduction éventuelle de la fonction conformité dans le secteur des assurances par une future - mais encore lointaine - directive européenne concernant ce secteur. Mais la même distinction devrait prévaloir entre le contrôle des obligations faites à l'entreprise en tant que producteur et le contrôle des obligations pesant sur les distributeurs, qu'il s'agisse de réseaux salariés, d'agents généraux ou de courtiers.

Dans ces différents secteurs, **il est proposé d'associer en priorité les contrôleurs internes ou de conformité** :

- au niveau de la production, au profilage des nouveaux produits et à la vérification de la conformité des documents commerciaux susceptibles d'être utilisés par les distributeurs aux caractéristiques des produits telles qu'elles sont définies par les documents contractuels ainsi que de la fourniture par le producteur aux distributeurs des moyens de formation des conseillers vendeurs aux nouveaux produits⁴³ ;
- au niveau de la distribution, à la préparation des campagnes commerciales, au suivi des programmes de formation (afin de s'assurer que les vendeurs ont des compétences adaptées aux produits qu'ils sont habilités à vendre) et à l'élaboration des systèmes de rémunération variable et d'évaluation des commerciaux dans les réseaux.

Le respect des règles de conduite imposées aux producteurs et distributeurs de produits d'épargne, que ce soit par la loi, le règlement ou les codes de conduite professionnels peut ainsi, et doit être, assuré en première ligne par le contrôle interne aux établissements. Il sera évidemment renforcé par le contrôle externe exercé par les régulateurs.

3.4. Le rôle des régulateurs

Le contrôle externe des différents intervenants dans la commercialisation des produits d'épargne est aujourd'hui assuré par trois autorités : la Commission bancaire pour les produits d'épargne « bancaire », l'Autorité des Marchés Financiers pour les produits financiers et la Commission de Contrôle des Assurances, Mutuelles et Institutions de Prévoyance pour les produits d'assurance-vie.

⁴² Les entreprises d'assurance ne sont, en effet, soumises qu'au droit commun du contrôle interne qui n'est prévu que pour les sociétés cotées.

⁴³ Cela sera d'autant plus facile que le règlement 97-02 prévoit expressément d'associer le contrôleur de conformité à l'approbation préalable des nouveaux produits. De même, le projet de texte sur le contrôle interne de l'AMF prévoit également que le responsable du contrôle de conformité des sociétés de gestion approuve les nouveaux produits.

Ces trois autorités disposent d'un tronc commun de pouvoirs de contrôle, d'injonction et de sanctions dont il faut parfaire l'harmonisation. Dans le domaine de la commercialisation, l'efficacité de leur action pourrait être renforcée par une coopération renforcée entre elles. L'une d'entre elles dispose d'une possibilité d'émettre des recommandations ou instructions d'application qui pourrait, sous certaines conditions, être étendue aux deux autres. Enfin, la représentation des consommateurs auprès de ces autorités devrait être renforcée.

3.4.1. Parfaire l'harmonisation des pouvoirs de contrôle, d'injonction et de sanction des autorités indépendantes

Dans ce domaine, peu de modifications sont à apporter au dispositif actuel.

Chacune des trois autorités est en effet, dotée du pouvoir :

- de contrôler le respect par les établissements ou entreprises soumises à sa juridiction des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables,
- de faire cesser les manquements éventuels,
- de sanctionner ces manquements.

Seules cependant la Commission bancaire et l'AMF se voient expressément reconnu le **pouvoir de contrôler et sanctionner les manquements éventuels aux règles de bonne conduite professionnelles** reconnues ou approuvées par elles.

Ce pouvoir devrait être **étendu par la loi à la CCAMIP⁴⁴**.

3.4.2. Renforcer la coopération entre les trois autorités

La commercialisation des produits d'épargne, surtout dans les réseaux bancaires, constitue un tout. L'obligation de conseil n'a de sens que si elle comporte la recherche, parmi l'ensemble des produits bancaires, financiers et d'assurance-vie offerts, du ou des produits adaptés aux besoins et au profit du client.

Le contrôle qui s'exerce sur les conditions de commercialisation ne peut donc qu'être global. Et pourtant, il fait appel aux compétences des trois autorités ; la CCAMIP pour les produits d'assurance, l'AMF pour les produits financiers et la Commission bancaire à la fois pour les produits bancaires et pour la cohérence du contrôle de conformité qui s'exerce sur la banque de détail.

Ces deux contraintes, apparemment contradictoires peuvent être conciliées par un **renforcement de la coopération entre les trois autorités**, à l'image de ce qui a été développé entre la CCAMIP et la Commission bancaire⁴⁵ d'une part et l'AMF et la Commission bancaire d'autre part.

Indépendamment des échanges de renseignements entre ces autorités, prévus par les textes et largement pratiqués, une coopération renforcée entre elles pourrait prendre deux formes, déjà expérimentées avec succès entre la CCAMIP et la Commission bancaire.

⁴⁴ Pour les codes professionnels approuvés selon les modalités décrites au 3.2.2.

⁴⁵ Accord du 24 octobre 2001 entre la Commission bancaire et la CCAMIP.

La première est le **contrôle conjoint sur les établissements multi-capacitaires**, en particulier les « bancassureurs ». Ces contrôles pourraient associer des contrôleurs bancaires, des commissaires contrôleurs des assurances et des inspecteurs de l'AMF notamment pour le contrôle des conditions de commercialisation des produits d'épargne dans la banque de détail, chacun contrôlant ce qui relève de son domaine de compétence, mais de manière cohérente et coordonnée. La mission en préconise le développement surtout pour le contrôle de la conformité des documents commerciaux, des conditions de conduite des campagnes commerciales et de l'exécution des obligations de conseil.

Ce dispositif de contrôle conjoint pourrait être utilement complété par l'organisation conjointe de **faux achats** portant sur les produits bancaires et financiers, comme le fait déjà la FSA britannique.

La deuxième forme de coopération souhaitable est la **conduite conjointe d'études et de réflexions sur des sujets d'intérêt commun**, notamment les arbitrages réglementaires auxquels peuvent donner lieu des différences de réglementation entre produits ou entre acteurs⁴⁶.

Cette coopération renforcée portant sur ces questions de commercialisation mériterait d'être formalisée dans le cadre de conventions bilatérales ou trilatérales conclues entre les présidents des autorités et mises en œuvre, notamment par des rencontres périodiques, par leurs secrétaires généraux.

3.4.3. Etendre à la CCAMIP et la Commission bancaire la possibilité d'émettre des recommandations et instructions d'application

Indépendamment de son règlement général, soumis à l'homologation du ministre de l'Economie et des Finances, l'AMF a la possibilité d'émettre des recommandations et d'élaborer des instructions d'application. Cette faculté n'est d'ailleurs que le pendant, pour les autorités indépendantes, du pouvoir très généralement reconnu aux administrations d'éclairer, par voie de circulaires, les administrés sur les conditions d'interprétation et d'application des lois et règlements.

Cette possibilité n'est reconnue à la Commission bancaire et à la CCAMIP qu'en ce qui concerne l'élaboration d'une doctrine administrative portant sur les missions que leur a confiées le législateur mais ne concerne pas l'interprétation des normes issues du pouvoir réglementaire ou règles professionnelles. Les entreprises soumises au contrôle de la CCAMIP lui ont d'ailleurs, à cet égard, contesté expressément cette possibilité. Une telle situation n'est pas tenable. Elle conduirait, si elle était maintenue, à soumettre à la signature du ministre des arrêtés pour régler des détails d'interprétation ou d'application des textes qui ne sont pas de son niveau. Elle contribuerait, par exemple, à gonfler encore la partie réglementaire du code des assurances qui est déjà particulièrement copieuse.

Ce qui va sans dire allant mieux en le disant, il est proposé, sans porter atteinte au pouvoir réglementaire du ministre, d'**étendre à la Commission bancaire⁴⁷ et à la CCAMIP la faculté reconnue aux autres autorités d'émettre des recommandations et d'élaborer des instructions** pour l'interprétation des textes qu'elles sont chargées de faire respecter.

⁴⁶ C'est ainsi qu'une étude de ce type, menée par la Commission bancaire et la CCA, a permis de constater que les groupes financiers avaient tendance à localiser leur activité de caution dans des entreprises d'assurance plutôt que dans des établissements de crédit en raison d'exigences de fonds propres moindres pour les premières que pour les secondes. Cet arbitrage réglementaire a été signalé par les deux régulateurs français à leurs partenaires européens qui ne l'avaient pas décelé malgré l'unicité des autorités de contrôle.

⁴⁷ Pour la Commission bancaire, celle-ci aura prochainement à se prononcer, au-delà de simples cas individuels qui lui permettent aujourd'hui d'émettre des mises en garde ou des injonctions, sur des sujets prudentiels dans le cadre de

3.4.4. Mieux assurer la représentation des consommateurs de produits financiers auprès des régulateurs

Les trois autorités de régulation ou de contrôle du secteur financier ont pour caractéristiques communes d'associer, dans leurs collèges, des représentants des pouvoirs publics et des professionnels auxquels s'ajoutent, pour l'AMF, des personnalités choisies parmi les émetteurs et les investisseurs institutionnels ainsi qu'un représentant des salariés actionnaires.

Cette composition, assez logique pour des autorités de contrôle prudentiel des entreprises ou de régulation des marchés financiers, n'assure pas, à elle seule, une expression suffisante de la sensibilité des épargnants ou investisseurs individuels de base sur le sujet - qui les intéresse au premier chef - du champ et des modes de commercialisation raisonnables des produits financiers, spécialement de ceux qui sont particulièrement risqués et/ou complexes.

La mission a estimé qu'il serait utile pour les autorités de pouvoir s'appuyer, dans ce domaine, sur l'**avis d'un panel de consommateurs**, à l'image de celui dont s'est dotée la FSA britannique, pour l'ensemble des produits financiers et d'assurance sur lesquels elle a compétence. Ce panel devrait pouvoir être **consulté par les régulateurs**, notamment sur l'opportunité de commercialiser auprès du grand public ou de réserver aux investisseurs qualifiés des produits particulièrement complexes et/ou risqués qui peuvent être soumis à leur agrément ou à leur visa (s'agissant de l'AMF), ou sur l'opportunité d'admettre ces produits dans des OPCVM ou dans des contrats en unités de compte largement diffusés (s'agissant, dans ce dernier cas, de supports non agréés, mais réglementés). Il pourrait aussi **saisir les autorités compétentes** des cas de publicité apparemment abusive dont il aurait pu avoir connaissance.

Ce rôle, qui implique de faire appel à des personnalités ayant à la fois la qualité d'épargnant ou d'investisseur de base et, si possible, une certaine expérience du secteur bancaire, financier et de l'assurance, ne peut être aujourd'hui totalement assuré, compte tenu de leurs champs de compétence et/ou de leur composition, ni par la commission consultative « épargnants et actionnaires minoritaires » constituée au sein de la seule AMF, ni par le comité consultatif du secteur financier dans sa formation actuelle.

Il est donc proposé de mettre à l'étude la création d'un **sous comité du comité consultatif**, spécialisé dans les problèmes de commercialisation des produits financiers et d'assurance, auquel pourrait être associé, selon des modalités à définir, la commission « épargnants et actionnaires minoritaires » de l'AMF et qui pourrait remplir cet office auprès de l'ensemble des régulateurs concernés.

l'application de Bâle II. A ce titre, la possibilité d'émettre des instructions d'application, sans qu'elle remette en cause le pouvoir réglementaire du ministre, lui permettrait d'apporter de telles précisions.

CONCLUSION

En terminant ce rapport, la mission a conscience d'ouvrir plutôt que d'achever un chantier dont la lettre de mission du ministre notait avec raison qu'il était particulièrement complexe. Nombre de points restent à creuser, préciser ou trancher. L'essentiel était d'ouvrir des pistes de réflexion et d'action dans un domaine encore peu défriché.

A cet égard, les propositions du rapport nous paraissent de nature à améliorer les conditions de commercialisation des produits d'épargne qui, si elles ne sont pas aussi catastrophiques que pourraient le donner à penser certaines dérives constatées notamment dans les années 1999-2000, ne sont pas non plus à la hauteur des défis que pose le transfert croissant de risque et de responsabilité vers les ménages en matière d'épargne et de préparation de la retraite, avec ce qu'il implique de progrès à accomplir dans l'exécution des tâches d'information et de conseil à la charge des intermédiaires financiers.

Ces propositions arrivent en un moment où la grande majorité des établissements des divers secteurs concernés sont conscients de la nécessité de ces progrès, certains d'entre eux ayant déjà engagé des actions en ce sens et tous disposant aujourd'hui des moyens de financer les investissements informatiques et humains qui sont indispensables pour les réaliser.

Il ne faut cependant pas se dissimuler l'ampleur et la difficulté de la tâche dont l'on peut dire, en reprenant l'image employée par le président d'un grand groupe bancaire, qu'elle entraînera des « *frottements* » lorsqu'elle croisera le dynamisme des opérationnels et qu'elle impliquera, à bien des égards, une évolution de la culture d'entreprise dans nombre d'établissements.

C'est pourquoi nous avons proposé d'y associer étroitement les entreprises, à travers leurs organisations professionnelles, en leur offrant d'inscrire les bonnes pratiques, repérées par la mission à l'occasion des consultations auxquelles elle a procédé, dans des codes de bonne conduite professionnels approuvés par l'autorité publique.

Mais il y faudra aussi un engagement résolu des pouvoirs publics qui devront assurer, et faire partager à leurs homologues de la communauté européenne, un juste équilibre entre la légitime préoccupation de préserver la compétitivité de l'industrie financière et l'indispensable protection des consommateurs. Ce n'est qu'à ce prix que l'on obtiendra l'adhésion de ces derniers au projet de grand marché européen des services financiers qui est une condition *sine qua non* de son succès.

LISTE DES ANNEXES AU RAPPORT

Annexe I : Lettre de mission.

Annexe II : Composition du groupe de travail.

Annexe III : Liste des personnes auditionnées.

Annexe IV: Eléments descriptifs relatifs à la composition de l'épargne des ménages français et à ses canaux de distribution.

Annexe V : Statistiques relatives à la pro-cyclicité des achats financiers des ménages.

Annexe VI : Statistiques relatives à la durée de placement recommandée.



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

LE MINISTRE DE L'ECONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Paris, le 06 AVR. 2005

Monsieur le Président,

L'actualité récente relative à des commercialisations abusives, à la transposition de certaines directives européennes (intermédiaires d'assurance, services financiers à distance), à la mise en œuvre de la réglementation relative aux conseillers en investissements financiers (CIF) pose de façon nette et récurrente la question de l'encadrement et de l'harmonisation des modalités de commercialisation des produits financiers.

Lors de sa dernière réunion, le Comité des Autorités de Contrôle des Entreprises du Secteur Financier (CACES) a souhaité qu'une mission soit confiée à une personnalité reconnue afin de prévenir les risques de commercialisation abusive et de tendre vers une organisation harmonisée et cohérente de la commercialisation. Compte tenu de votre grande expérience professionnelle dans l'ensemble des domaines concernés, j'ai l'honneur de vous solliciter pour mener à bien ce chantier complexe.

Le champ de la mission portera sur les produits d'épargne (livrets, OPCVM, contrats d'assurance-vie et de capitalisation, "pierre papier") et sur les autres produits financiers lorsque leur commercialisation est liée à celles de produits d'épargne. L'accent devra être plus particulièrement mis sur les points suivants avec pour objectif une harmonisation par produit et par mode de distribution :

- la qualité de l'information : la complexité croissante des produits se traduit par des documents contractuels volumineux et peu lisibles pour la grande majorité des épargnants de sorte que l'information réellement reçue passe davantage par la publicité. Une réflexion sur les conditions permettant une information efficace des épargnants afin qu'ils comprennent les caractéristiques des produits apparaît donc indispensable ;
- la qualité du conseil et l'adéquation des produits proposés aux besoins et à la situation du client ;
- la clarification des responsabilités respectives (dans ces domaines) du distributeur et du producteur ;
- la transparence des conditions de rémunération du distributeur dans la mesure où elles peuvent affecter l'objectivité et l'impartialité de ses préconisations ;
- l'adaptation, en tant que de besoin, des pouvoirs des autorités de contrôle en cas d'évolution des règles de commercialisation.

.../...

Monsieur Jacques Delmas-Marsalet
Président d'honneur du Groupe Banques Populaires
Ancien Président de la Commission de contrôle des
assurances et de la Commission de contrôle des
mutuelles et institutions de prévoyance
Membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers
Bureau 534
Autorité des marchés financiers
17 place de la Bourse
75082 Paris Cedex 2

H : E/2005/22135/C -655 CD

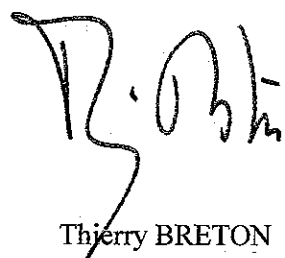
MINISTÈRE DE L'ECONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE
139 rue de Bercy - Télédéc 151 - 75572 Paris Cedex 12

Les autorités attendent de cette mission une analyse des difficultés rencontrées sur ces points et des améliorations techniques et juridiques envisageables. Vous pourrez, à cette fin, constituer un groupe de travail composé de représentants des différentes autorités de contrôle du secteur financier et du Président du comité consultatif du secteur financier, qui a été informé de votre mission, et procéder aux consultations qui vous paraîtront nécessaires pour la mener à bien.

Il serait souhaitable que votre rapport puisse être remis à l'automne 2005 de façon à pouvoir intégrer en temps utile les éventuelles modifications législatives qui en découleraient dans un texte. Ce rapport aura vocation à être rendu public. Afin de réaliser ce travail, vous bénéficierez de l'assistance à temps plein d'un rapporteur mis à votre disposition par la Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique, en liaison avec l'Inspection Générale des Finances, et de l'appui, en tant que de besoin, des autorités de contrôle du secteur financier.

Je vous serais obligé de bien vouloir tenir informé de l'avancement de vos travaux le CACES que vous pourrez saisir à tout moment des difficultés que vous pourriez rencontrer dans l'accomplissement de votre mission.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président, à l'assurance de ma considération distinguée.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'T. Breton', with a stylized flourish extending from the bottom left.

Thierry BRETON

ANNEXE N°II
COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

M. Delmas-Marsalet, membre du Collège de l'AMF, président de la mission,

M. Macron, inspecteur, inspection générale des Finances, rapporteur de la mission.

Secrétariat du groupe de travail :

M. Oseredczuk, chargé de mission auprès du directeur, direction de la régulation et des affaires internationales (DRAI) de l'Autorité des marchés financiers (AMF),

M. Stévant, chargé de mission à la DRAI de l'AMF.

Membres du groupe de travail :

- Comité consultatif du secteur financier :

M. Constans, président du Comité consultatif du secteur financier,

Mme Houppert, secrétaire générale adjointe du Comité consultatif du secteur financier.

- Comité de la médiation bancaire :

M. Vatin, secrétaire du comité de la médiation bancaire,

Mme Peyret, adjointe au secrétaire du comité de la médiation bancaire.

- Commission bancaire :

M. Tabourin, chef du service des études juridiques à la Commission bancaire.

- Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et institutions de prévoyance (CCAMIP) :

Mme Lemery, commissaire contrôleur en chef, chef de brigade,

M. Ruel, secrétaire de la CCAMIP.

- Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) :

M. Lacresse, chef du bureau épargne et marchés financiers,

M. Alégret, adjoint au chef de bureau épargne et marchés financiers,

M. Jost, chef du bureau marchés et produits d'assurance,

M. Gravier, adjoint au chef de bureau marchés et produits d'assurance,
M. Cognat, chef du bureau entreprises et intermédiaires d'assurance,
M. Irrman, adjoint au chef du bureau entreprises et intermédiaires d'assurance,
M. Sanson, adjoint au chef de bureau affaires bancaires et monétaires.

- Autorité des marchés financiers (AMF) :

Mme Guidoni, médiateur de l'AMF,

Mme Yates, chef de service, CEPIM (Contrôle des prestataires et des infrastructures de marché),

Mme Colli-Patel, adjointe, direction des affaires juridiques, représentée par M. Poubeau, chargé de mission, direction des affaires juridiques et par Mme Choquet, chargée de mission, direction des affaires juridiques.

M. Heilbronn (jusqu'au 31 juillet 2005), puis M. Macron (à partir du 31 juillet 2005),
inspecteurs, inspection générale des Finances.

ANNEXE N°III

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNEES

I. BANQUES A RESEAU ET BANQUES PRIVEES :

- Caisse Nationale des Caisses d'Epargne :	M. Mérindol,	membre du directoire.
	M. Pointillard,	président du directoire d'Ecureuil Gestion.
- BNP Paribas :	M. Papiasse,	directeur du pôle Asset Management and services (AMS), membre du Comité exécutif de BNP Paribas management et des services.
	Mme Korniloff,	pôle AMS.
	M. Delooz,	Directeur de département, BNP- PAM (Asset Management).
	M. Monet,	BNP-P, Assurances.
	M. Pfister,	adjoint au directeur à la Banque de détail en France (BDDF), BNP-P (gestion particuliers et professionnels).
	M. Volle,	Responsable marketing, BNP-PAM.
- Crédit Mutuel :	Mme Caffet,	directrice adjointe chargée des marchés et métiers à la Direction du développement à la Confédération Nationale du Crédit Mutuel
	M. Martin,	Crédit Mutuel – Vie.
	M. de Buci	Crédit Mutuel - CIC asset management.
- Société Générale :	M. Sautter,	directeur délégué.
	M. Berthon,	directeur de l'épargne de la clientèle privée.
	M. Dubois,	directeur de LYXOR AM.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°III-

	M. Lacroix,	directeur du marketing et des entreprises de SOGECAP.
	M. Wehry,	directeur du marketing de SGAM.
- Crédit Agricole :	M. Pauget,	directeur général délégué de Crédit Agricole S.A. et Directeur générale du Crédit Lyonnais.
	M. de la Porte du Theil,	directeur général CAAM.
	M. Villatte,	directeur général chez Prédica.
- La Compagnie financière Edmond de Rothschild :	M. Giscard d'Estaing,	directeur, clientèle privé et gestion du patrimoine.

II. PLATES-FORMES :

- Boursorama :	M. Prin,	directeur communication.
	M. Vaugia,	directeur Juridique.
	M. Taupin,	président directeur général.
- Rothschild et Compagnie gestion :	M. Bito,	associé gérant.
	M. Chevrier,	gérant.

III. ENTREPRISES D'ASSURANCE

- AXA :	M. Lejeune,	directeur de la région Nord Est.
	M. Rouquayrol de Boisse,	directeur juridique et fiscal.
	M. Royer,	directeur département de l'audit.
	M. Bernardi,	directeur.
- AGF :	M. Mignon,	directeur général, membre du comité exécutif responsable du Pôle Vie & services financiers.
	M. Bernard,	membre du comité de direction générale, directeur des réseaux salariés.
	M. Brac de la Perrière,	membre du comité de direction générale, président du directoire d'AGF Asset Management.
	M. Caba,	membre du comité de direction générale, directeur général de la banque AGF.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°III-

	M. Doubrovine,	membre du comité de direction générale, directeur technique et produits Vie.
	M. Labrosse,	membre du comité de direction générale, directeur du courtage, partenariats et indépendants du patrimoine.
	Mme Lemoine,	membre du comité de direction générale, directeur de pilotage et du marketing stratégique du pôle Vie & services financiers.
	M. Thalassinos,	directeur audit et qualité du pôle Vie et services financiers.
- Mutavie :	M. Challet,	directeur général.
	M. Cuniot	directrice technique, marketing et communication
	M. Desrus	directeur du développement des relations réseaux et souscripteurs

IV. SOCIETES DE GESTION

- Oddo Asset Management:	Philippe Oddo,	président du conseil de surveillance.
- Fidelity:	M. Mercier,	président.
	Mme Chapelain,	déontologue.
	M. Monème,	directeur de la Communication.
	Mme Gosserez,	directrice juridique.
- Edmond de Rothschild asset management :	M. De Charry	directeur du développement.
	M. Boulanger,	directeur administratif et financier.
- Vanguard Investment Europe:	M. Prache,	administrateur délégué.

V. ASSOCIATIONS PROFESSIONNELLES

- Fédération Bancaire Française (FBF) :

M. Prot,	président.
Mme Obolensky,	directrice général.
M. de Lauzun,	directeur général adjoint.
M. Jolivet,	Médiateur auprès de la FBF.
M. Tricou,	directeur

- Association Française de Gestion (AFG) :

M. Leclair,	Président.
M. Bollon,	délégué général.
M. Vlaislor,	délégué général adjoint.
Mlle Chauprade,	chargé de mission.

- Fédération Française des Sociétés d'Assurance (FFSA) :

M. de La Martinière,	président.
M. Boyer,	délégué général.
Gilles Cossic	directeur des assurances de personnes.
Philippe Poiget	direction des affaires juridiques, fiscales et de la concurrence.
M. Frizon,	médiateur auprès de la FFSA.

- Groupement des entreprises mutuelles d'assurances (GEMA) :

M. de Boissieu,	secrétaire général.
M. Bonnet,	responsable vie et finance.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°III-

M. Durry,	Médiateur auprès du GEMA.
-----------	---------------------------

- Fédération Française des
Courtiers d'Assurances et
de Réassurances (FCA) :

M. Leblanc,	président.
M. Lesage,	délégué général
M. Pardessus,	président de la commission juridique et fiscale.
M. Coutin,	directeur juridique adjoint.

- Association
professionnelle des
Sociétés Civiles de
Placement Immobilier
(ASPIM) :

M. Brochard,	président.
--------------	------------

- Association Française des
Professionnels des Titres
(AFTI) :

M. Roncin,	président.
M. Prigent,	membre.

- Association
Professionnelle de
l'Epargne Retraite
(APFEN) :

M. Vandier,	délégué général.
-------------	------------------

- Chambre des
Indépendants du
Patrimoine:

Olivier Colin,	président.
Delphine Slanowski,	déléguée générale.

- Association des Porteurs
de Parts SCPI (APPSCPI) :

M. Bonfil-Praire,	président.
-------------------	------------

- Association française des
Conseils en gestion de
patrimoine certifié
(CGPC) :

M. Bensoussan,	président.
M. Rondeau,	secrétaire général.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°III-

- Association Nationale des
Conseils Diplômés en
Gestion du Patrimoine
(ANCDGP) :

M. Foucher,	président.
M. de Salins,	vice président.
M. Loizelet,	secrétaire général.

- Association Française des
Entreprises
d'Investissement (AFEI) :

M. Delauzun,	délégué général.
M. de Saint Mars,	délégué général adjoint.

VI. ASSOCIATIONS D'INVESTISSEURS ET DE CONSOMMATEURS

- Fédération des
Associations
Indépendantes de Défense
des Epargnants pour la
Retraite (FAIDER) :

M. Perrin Pelletier,	président.
----------------------	------------

- Familles rurales :

M. Bouget,	chargé de mission.
------------	--------------------

- UFC Que Choisir :

M. Rouillet,	administrateur.
--------------	-----------------

Mme Perez,	présidente de la commission Banque Finance.
------------	--

- Testé pour Vous :

Mme Morin,	directrice.
M. Eon,	responsable technique éditorial et méthodes de test
Mme Lhotellerie,	analyste épargne et prévoyance.

- Consommation -
Logement Cadre de Vie
(CLCV) :

Mme Mader,	présidente.
------------	-------------

- Association Française des
Usagers des Banques
(AFUB) :

M. Maître,	secrétaire général.
------------	---------------------

VII. PERSONNALITES QUALIFIEES

- | | | |
|----------------------|------------------------|---|
| - France Info : | M. de Witt, | journaliste et membre de la
commission « épargnants et
actionnaires minoritaires » de
l'AMF. |
| - Elseware : | M.Labatte, | consultant. |
| - BIPE : | M. Babeau, | conseiller scientifique. |
| - Barreau de Paris : | maître Daniel Richard, | Avocat. |

ANNEXE IV
ELEMENTS DESCRIPTIFS RELATIFS A LA
COMPOSITION DE L'EPARGNE DES MENAGES
FRANÇAIS ET A SES CANAUX DE DISTRIBUTION

I. CARACTERISTIQUES DE L'EVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES FRANÇAIS

Depuis les quinze dernières années la répartition du patrimoine financier des ménages a évolué comme suit :

Tableau 1 : Répartition du patrimoine financier des ménages
(hors actions non cotées et autres participations).

Catégories d'actifs	1990 (en %)	2000 (en %)	2004 (en %)
Dépôts à court terme, PEL et PEP bancaires	53,3	42,3	41,0
Détention directe de titres	15,0	8,9	5,6
OPCVM monétaires	8,6	1,9	1,9
OPCVM de long terme	9,1	12,4	10,2
Assurance vie	14,0	34,5	41,3
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Banque de France

Sur la période, le patrimoine financier des ménages est caractérisé avant tout par un transfert de risque croissant vers les ménages qui se traduit par la **diminution de l'épargne bancaire** (dont le risque lié est porté par les banques) de plus de 10 points et par **la part croissante prise par l'assurance-vie**.

Sur ce point, il convient de distinguer les contrats d'assurance-vie en euros et les contrats d'assurance-vie en unités de compte dans la mesure où les seconds sont caractérisés par un transfert du risque de marché vers les ménages.

Tableau 2 : Evolution de la part des unités de compte dans les provisions techniques

	1995	2000	2003	2004
Part des unités de compte dans les provisions techniques (%)	8,8	20,2	16,0	17,7

Source : FFSA

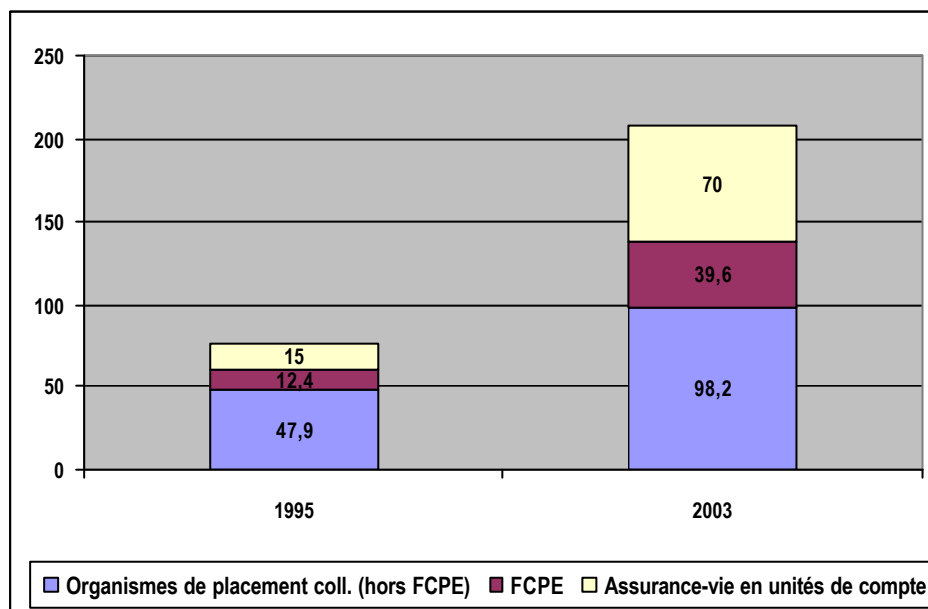
- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°IV-

Tendanciellement, **les supports en unités de compte occupent donc une place croissante dans l'épargne financière des ménages**. Si l'éclatement de la bulle fin 2000 a logiquement entraîné un recul durant trois ans (cf. annexe n°V), une reprise des souscriptions est observable depuis 2003. Celle-ci est confirmée par l'évolution des cotisations sur **les neuf premiers mois de l'année 2005**. En effet, les cotisations ont augmenté de 14% sur cette période, conséquence d'une **hausse de 48 % des cotisations versées sur les supports en unités de compte**, tandis que les cotisations versées sur les supports en euros augmentaient de 7 % (FFSA, 2005).

En outre, il convient de noter le fait qu'il existe une intermédiation financière croissante de l'épargne. Ainsi, en 2004, 51,8 %¹ du patrimoine financier des ménages est placé auprès d'investisseurs institutionnels ; parmi les pays de l'OCDE, seul le Royaume-Uni connaît un taux d'intermédiation financière supérieur (60,7%²).

Cette évolution conduit à ce que la **détention indirecte** d'actions par les ménages en France a fortement augmenté en 10 ans comme l'illustre le graphique ci-dessous :

Graphique 1 : Détention indirecte d'actions par les ménages en France (milliards d'euros)



Sources : Banque de France, FFSA, AMF.

La période récente a donc été caractérisée par une désintermédiation bancaire et un rôle accru donné aux investisseurs institutionnels, lesquels ont **transféré de façon croissante aux ménages à la fois du risque et de la responsabilité en terme de choix de portefeuille**.

II. CARACTERISTIQUES DU SYSTEME DE DISTRIBUTION DES PRODUITS FINANCIERS EN FRANCE

La commercialisation des produits financiers est assurée en France par différents acteurs :

- les réseaux bancaires intégrés,
- les conseillers en investissement financier (CIF),

¹ Source : Banque de France, analyse AMF, département des études, 2005.

² Ibid.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°IV-

- les entreprises d'assurance à réseaux salariés et les agents généraux d'assurance,
- les courtiers d'assurance,
- d'autres professions, qui pratiquent à titre accessoire la vente de produits financiers (notaires, experts comptables, agents immobiliers, etc) ,
- les plates-formes internet permettant à des particuliers (ou des CIF) d'acheter (ou de proposer à la vente) des produits financiers.

La distribution sur le marché français est principalement caractérisée par la place prépondérante occupée par les réseaux bancaires intégrés. En effet, le tableau ci-dessous illustre cette situation.

Tableau 3 : Principaux canaux de distribution des produits financiers en France

Produits financiers	Part du flux commercialisé par les réseaux bancaires intégrés	Part du flux commercialisé par les distributeurs indépendants (CIF, courtiers)	Part du flux commercialisé par les assureurs (salariés d'entreprises et agents généraux)	Part du flux commercialisé en direct et autres
OPCVM	82 %	5 %	9 %	4 %
Contrats d'assurance vie	62 %	10 %	23 %	5 %

Source : Etude BCG, 2003/ FFSA, 2004.

En France, la commercialisation de détail (ou *retail*) transite donc principalement par des acteurs bancaires et, dans une moindre mesure, des entreprises d'assurance.

A l'inverse, dans les économies anglo-saxonnes, il est majoritairement fait recours à des conseillers financiers indépendants ou à des *broker dealers*.

ANNEXE N°V
STATISTIQUES RELATIVES A LA
PROCYCLICITE DES ACHATS FINANCIERS DES
MENAGES

La présente annexe permet de mettre en évidence et de décrire le caractère procyclique des achats financiers en étudiant l'évolution de la collecte des sociétés civiles de placement immobilier, des placements directs ou indirects en actions et des souscriptions de contrats d'assurance-vie en unités de compte par rapport à l'évolution des cours des actifs achetés ou souscrits.

I. LES SOCIETES CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER (SCPI)

1.1. Données statistiques sur le prix de l'immobilier et les SCPI

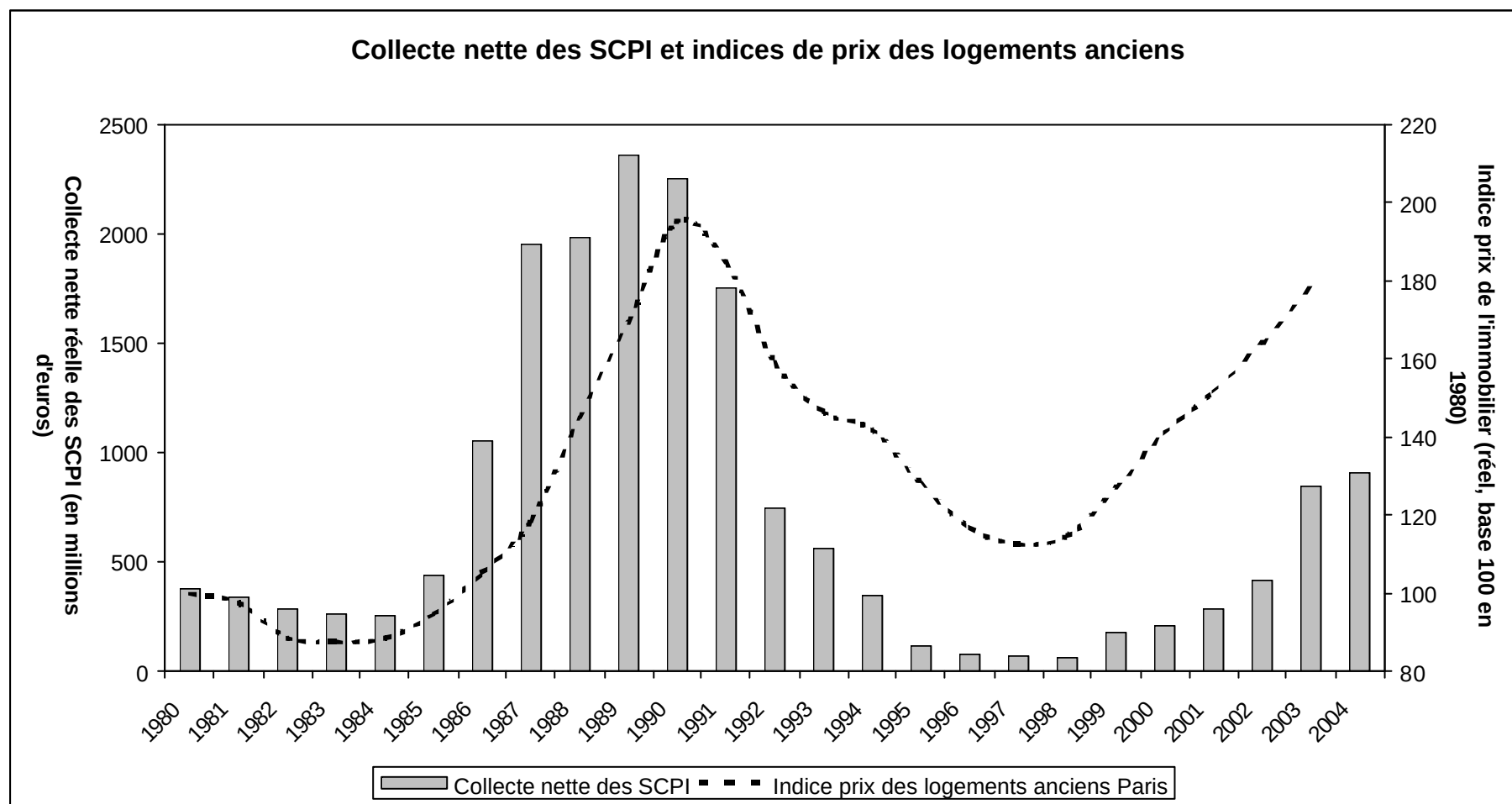
Pour cette analyse, les données statistiques relatives au prix de l'immobilier et à la collecte nette annuelle des SCPI sur longue période ont été utilisées.

Pour l'indice de prix de l'immobilier, une étude de la Banque de France¹ rappelle que « *l'analyse rétrospective des prix immobiliers est entravée par l'absence de séries homogènes, pour la France entière, antérieures à 1994.* » Cette étude a « *toutefois reconstitué, à titre indicatif, une série de prix des logements anciens débutant en 1980, à partir de données fournies par la FNAIM pour la période antérieure à 1994. En revanche, une série INSEE techniquement homogène est disponible pour la période 1980-2004 pour le marché parisien.* » Ce sont ces indices qui seront utilisés ici. Afin de rendre les variations plus représentatives sur longue période, les données ont été corrigées de l'inflation. La base 100 de l'indice se situe en 1980.

Concernant la collecte nette annuelle des SCPI, ce sont les statistiques parues tous les ans dans la revue mensuelle de la COB puis de l'AMF qui ont été retenues. Elles sont réalisées sur la base des déclarations des gestionnaires de fonds. Ces données ont également été corrigées de l'inflation et sont présentées en euros de 2004.

Le graphique suivant illustre l'évolution de la collecte de 1980 à 2004.

¹ Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?, Bulletin de la Banque de France, n° 129, septembre 2004



1.2. Analyse succincte des données

L'évolution de l'indice immobilier est clairement expliquée dans l'étude de la Banque de France mentionnée plus haut. On observe une bulle immobilière à Paris culminant en 1990, tandis que les prix restent relativement stables sur l'ensemble du territoire français. On observe récemment, depuis 1999, une forte hausse du coût réel de l'immobilier sur la France entière.

La collecte nette des SCPI reste positive sur toute la période 1980 – 2004, ce qui traduit un montant de souscriptions toujours supérieur au montant des rachats de parts. Le prix de l'immobilier a une influence très nette sur l'attitude des ménages vis-à-vis des SCPI : après une longue période de stabilité de la collecte nette (de 1974 à 1984, une moyenne de 320 millions d'euros réels ont été collectés par an) le gonflement de la bulle parisienne de 1986 – 1990 s'est très clairement accompagné d'une vague de souscriptions. Sur une période où le prix de l'immobilier parisien a doublé, la collecte annuelle a été multipliée par 9, touchant un plus haut en 1989, à 2358 millions d'euros. Le dégonflement de la bulle (1991-1998) s'est accompagné d'une diminution très nette de la collecte des SCPI, touchant un plus-bas historique à 65 millions d'euros en 1998. La reprise de la hausse des prix de l'immobilier, cette fois-ci sur un plan national, s'est enfin accompagnée d'une nouvelle augmentation des souscriptions de SCPI : de 1998 à 2003, le prix de l'ancien au niveau national a augmenté de 40%, tandis que la collecte des SCPI augmentait de 1200%.

On observe donc un **caractère très pro-cyclique des investissements des ménages en SCPI en fonction de la variation des prix de l'immobilier** : la variation de la collecte nette est nettement plus importante que celle des prix dans l'immobilier. On peut supposer que les investisseurs regardent principalement les résultats passés les plus récents pour effectuer leur arbitrage entre les différents produits proposés. Il est à noter que la désaffection des SCPI est très antérieure à la forte hausse des cours boursiers de la fin des années 1990 et au phénomène d'investissement en actions qui l'a accompagné.

II. LES ACTIONS ET INSTRUMENTS FINANCIERS COMPOSES PRINCIPALEMENT D'ACTIONS

2.1. Données statistiques

L'indice retenu pour mesurer l'évolution des marchés financiers est le CAC40, certes moins représentatif que d'autres indices regroupant un panier plus large de valeurs, mais mieux connu du grand public.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°V-

Concernant les instruments financiers, ont été retenues les actions détenues à la fois directement et indirectement par les ménages. Les actions détenues directement ont été prises en compte au sens large : actions françaises cotées et non cotées, et actions étrangères. Concernant les actions détenues indirectement, nous avons pris en compte les actions détenues par les OPCVM actions (composés en moyenne de 90% d'actions²), les OPCVM diversifiés (composés en moyenne de 55% d'actions³) et les OPCVM garantis (composés en moyenne de 50% d'actions⁴) détenus par les ménages.

La série statistique la plus fiable concernant la détention par les ménages de ces différents instruments semble être l' « enquête titres » de la Banque de France⁵. Les flux d'achats d'actions ont donc été agrégés avec les flux d'achats d'OPCVM actions, d'OPCVM diversifiés et d'OPCVM garantis, ces trois derniers étant pondérés de la part qu'occupent les actions dans leur composition. Il est à noter cependant que le taux de couverture de cette enquête n'est que d'environ 80% .

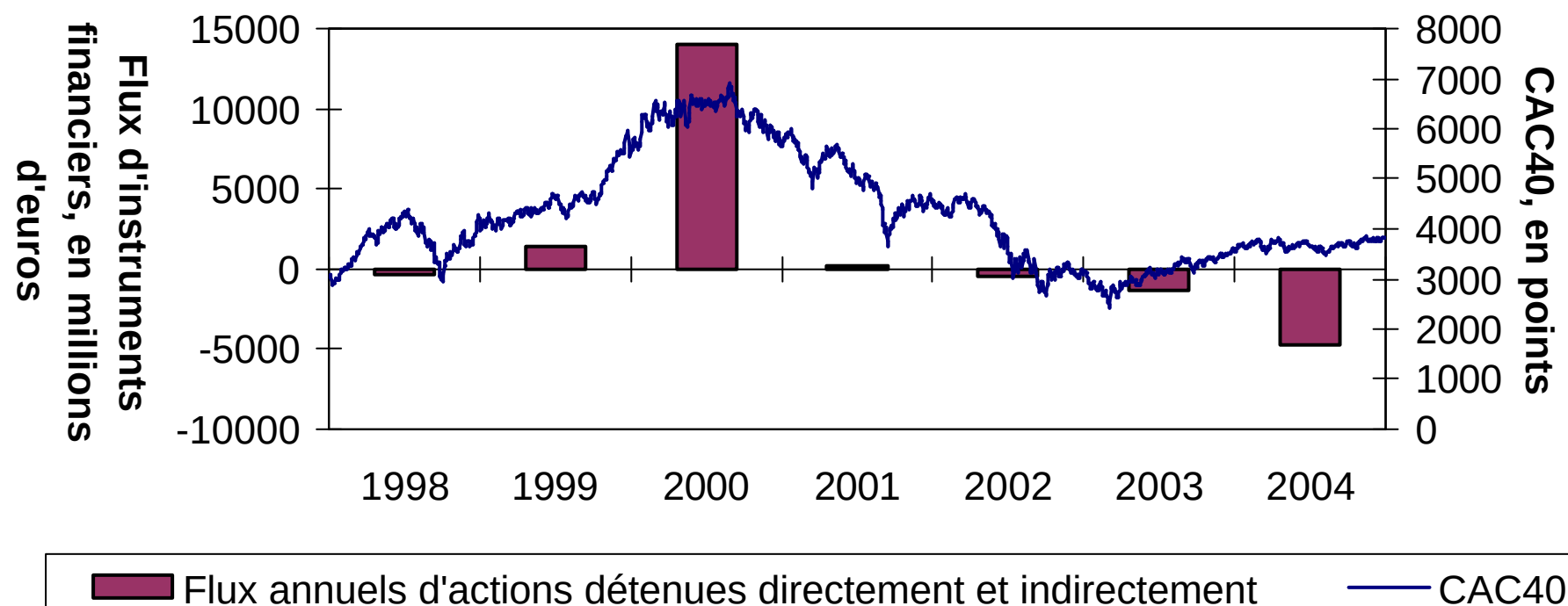
² Source : Tableaux et Graphiques, OPCVM, France, 4^{ème} trimestre 2004, Banque de France, *Tableau 3 : OPCVM actions - ventilation de l'actif net*, (moyenne de 1999 à 2004)

³ Source : *ibid.*, *Tableau 4 : OPCVM diversifiés - ventilation de l'actif net*, (moyenne de 1999 à 2004)

⁴ Source : *ibid.*, *Tableau 5 : OPCVM garantis - ventilation de l'actif net*, (moyenne de 1999 à 2004)

⁵ *Placement en valeurs mobilières des agents économiques*, Banque de France, trimestriel. Données étudiées de mars 1998 à décembre 2004

Flux d'achat d'actions par les ménages et évolution du CAC40



Sources : Euronext et Banque de France

2.2. Analyse succincte des données

Un comportement pro-cyclique des ménages dans leurs investissements en actions est clairement observable. Les années de forte hausse du CAC40 (1999 et 2000) s'accompagnent de flux d'achats d'actions et d'OPCVM composés d'actions. Ainsi, l'année 2000 a donné lieu à un flux positif de 14 milliards d'euros, contre 1,4 milliards en 1999, tandis que la valeur du CAC 40 doublait. Réciproquement, le repli des cours a donné lieu à l'arrêt de l'investissement, de 2001 à 2003 (avec des flux positifs de 210 millions d'euros en 2001 devenant négatifs à hauteur de 1,3 milliards en 2003).

Cette analyse est appuyée par une étude de l'AMF⁶, qui rappelle que « *les statistiques de collecte portant sur l'ensemble du cycle boursier permettent de [...] mettre en évidence que les ménages ont eu un comportement largement pro cyclique, achetant assez massivement des supports actions en période de hausse des marchés et restreignant très fortement leur demande d'actifs risqués en période de baisse du prix des actions* »

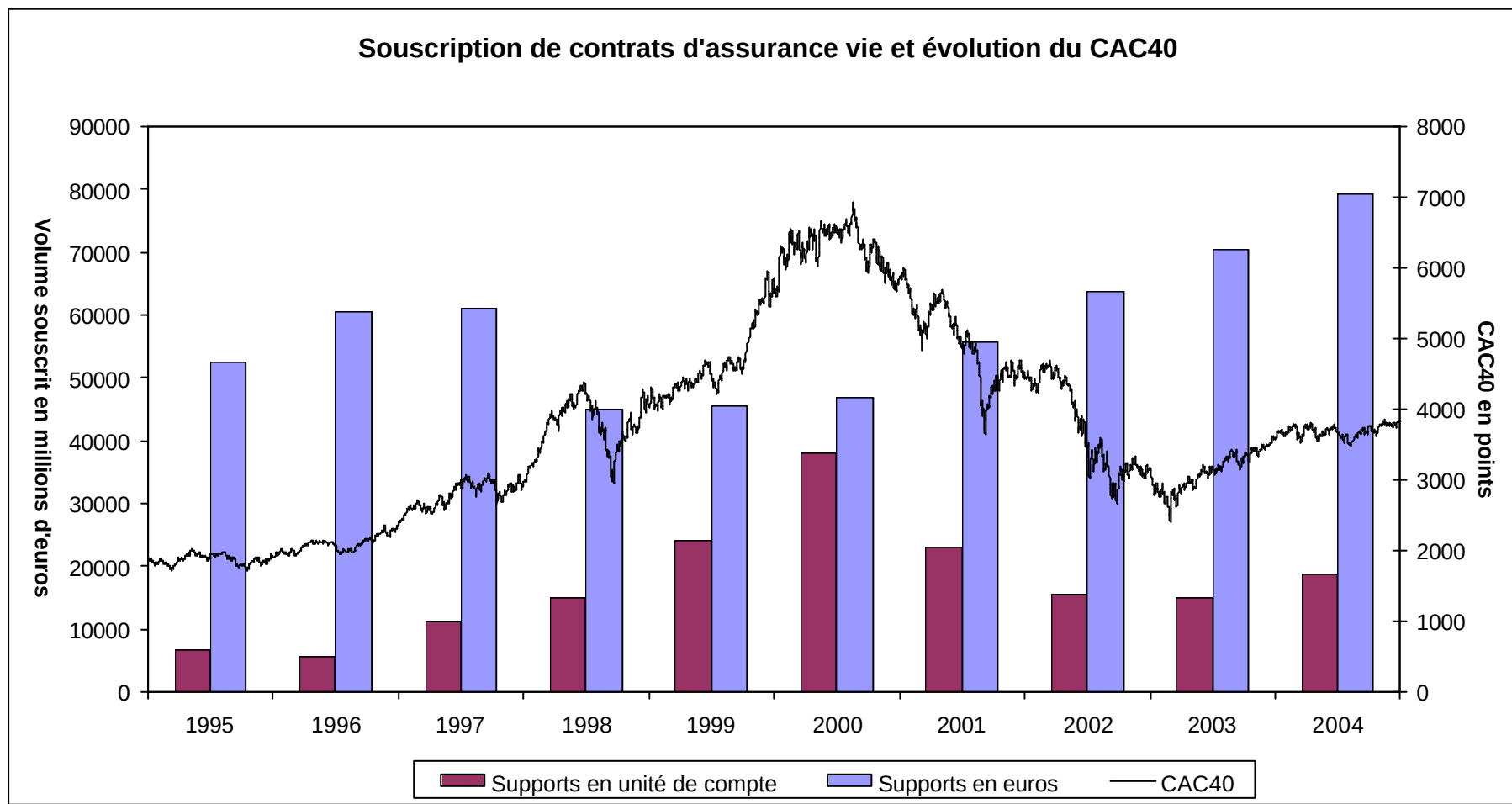
III. LES PRODUITS D'ASSURANCE VIE

3.1. Données statistiques

Les supports statistiques concernant les contrats d'assurance vie sont fournis par la FFSA⁷. Ces contrats sont des instruments de placement très utilisés par les ménages. L'évolution des souscriptions annuelles de contrats d'assurance vie est ici considérée, en comparant les supports en unité de compte, très exposés aux variations des marchés actions, aux supports en euros, garantis.

⁶ *Les tendances du patrimoine financier des ménages français*, Revue mensuelle de l'AMF, n°13, avril 2005, p. 5

⁷ FFSA, *Rapport annuel 2004*



3.2. Analyse succincte des données

La hausse des souscriptions de contrats d'assurance vie est une tendance lourde en France depuis au moins une dizaine d'années. Ainsi, les provisions techniques dédiées à ces contrats sont en augmentation constante. Cela s'explique principalement par un double phénomène : d'une part un régime fiscal incitatif, et d'autre part l'augmentation des comportements d'épargne de précaution en vue de la retraite. Il est dès lors intéressant d'étudier la répartition des souscriptions entre supports en euros et supports en unités de compte, puisque les investisseurs doivent effectuer un arbitrage entre ces deux placements.

Une corrélation très claire apparaît entre l'évolution du cours des actions et l'arbitrage en faveur de l'un ou de l'autre. Les supports en unités de compte représentent 8,5% des souscriptions en 1996, 45% en 2000 et 17,5% en 2003. La variation est très marquée, et témoigne d'un comportement pro-cyclique des investisseurs. Malgré le fait que les placements concernés soient à long terme, les ménages semblent être très influencés par les performances passées les plus récentes (présentées par leur conseiller financier comme par la presse spécialisée).

*

* *

En étudiant ces différents instruments financiers, il apparaît très clairement que l'arbitrage des ménages entre les différents placements proposés est souvent conditionné par l'évolution de court terme (positive ou négative) des indices. En effet, **ils semblent être particulièrement influencés par les performances récentes des différents produits, alors même que la plupart sont des vecteurs de placement à long terme**. Ainsi, le profil de placement des ménages suit étroitement l'évolution du marché, tout en amplifiant l'évolution de celui-ci. **Cela a pour conséquence que la majorité des ménages investit en fin de cycle** au lieu de vendre, et ne peut donc pas réaliser les plus-values espérées. Ils se retrouvent alors propriétaires de titres décotés au moment du repli du marché.

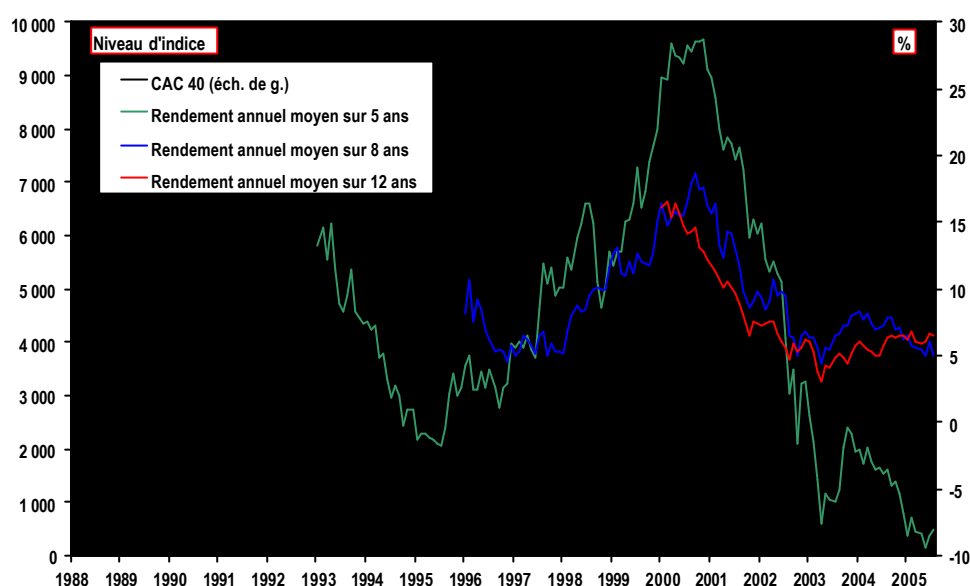
ANNEXE VI

STATISTIQUES RELATIVES A LA DUREE DE

PLACEMENT RECOMMANDEE

La mission a procédé à une analyse de l'évolution du rendement annuel moyen du CAC 40 sur des périodes glissantes de 5 ans, 8ans, 12 ans depuis la création du CAC 40. Les données statistiques, non corrigées de l'inflation, mettent en évidence les résultats suivants :

Rendements nominaux annuels moyens du CAC 40 sur des périodes glissantes



Source : AMF, Etudes

Ces résultats soulignent le fait que plus la durée de placement est longue plus les risques de pertes tendent à être faibles.

Une **étude de l'INSEE**, réalisée pour la période 1951-2000 sur les actions, les obligations et sur l'or, met quant à elle en évidence les résultats suivants.

Espérance de gains et volatilité des rendements selon la durée de placement, sur la période 1951-2000

		Chiffres en %			
		1 an	5 ans	10 ans	30 ans
Actions	Espérance de gain (moyenne rendements)	8,6	7,3	6,2	5,5
	Volatilité (écart-type des rendements)	21,5	9,3	6,5	1,7
	Probabilité de réaliser un gain	65,3	77,8	75,0	100,0
Obligations	Espérance de gain (moyenne rendements)	4,9	4,7	4,7	4,4
	Volatilité (écart-type des rendements)	6,1	3,7	3,4	1,2
	Probabilité de réaliser un gain	77,6	88,9	100,0	100,0
Or	Espérance de gain (moyenne rendements)	(-0,1)	0,2	0,6	2,2
	Volatilité (écart-type des rendements)	17,8	8,1	6,7	0,8
	Probabilité de réaliser un gain	40,8	33,3	42,5	100,0

Source : INSEE Première, n°827, février 2002.

- Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers. Annexe n°VI-

Ainsi, tendanciuellement, la probabilité de réaliser un gain s'accroît avec la durée de placement. Ces éléments statistiques confirment donc les premiers résultats de la mission.

Une troisième étude, réalisée par l'Association française de gestion (AFG) confirme elle aussi ce constat. Réalisée sur la période 1969-2001 elle fait apparaître les résultats suivants, une fois correction faite de l'inflation :

Rendements réels et probabilités de gains ou de pertes (CAC 40)

Période 1969-2005	Durée de l'investissement				
	1an	8 ans	15 ans	20 ans	30 ans
Rendement moyen annualisé	5,1%	5,2%	6,6%	7,2%	5,7%
- dont gain maximal	(+82%)	(+20%)	(+13%)	(+13%)	(+7,3%)
- dont perte maximale	(-50%)	(-12%)	(-1,6%)	(+2,9%)	(+3,0%)
Amplitude (Gain-Perte)	132,0%	32,0%	14,9%	10,1%	4,3%
Probabilité de gain	58%	76%	95%	100%	100%

Source : AFG, C. Pardo.

Cette étude confirme les éléments mis en évidence dans les deux études précédentes, à savoir que la probabilité de réaliser des gains augmente rapidement avec la durée de détention du produit.

Ainsi, l'ensemble de ces études convergent pour mettre en évidence que l'allongement de la durée de placement permet de réduire les risques de perte, même si cet allongement peut aussi réduire les chances d'un gain maximal particulièrement élevé. Il importe toutefois, aussi robustes que soient ces constats, de souligner qu'ils ont été établis à partir de statistiques passées sur moyenne et longue période, qui ne permettent pas, en tout état de cause, de présumer des performances à venir de moyen et long terme du CAC 40.