

LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS FINANCIERS

MICHEL PRADA*

La commercialisation des produits financiers auprès des épargnants est devenue, pour les régulateurs, un sujet majeur en raison de la nouvelle importance de l'orientation de l'épargne des ménages vers les emplois à long terme (elle-même liée au développement de l'économie de marché et aux évolutions démographiques) et en raison du développement de l'offre transfrontière de produits de plus en plus sophistiqués.

Dans les pays développés, touchés par le vieillissement de leur population, les ménages anticipent, en particulier, la baisse du niveau de vie liée à la retraite et à l'augmentation des dépenses de santé non prises en charge. Cependant, investir devient pour eux un exercice difficile pour plusieurs raisons :

- tout d'abord, la complexité grandissante des produits, liée en partie à la recherche de rendements élevés dans une période de taux d'intérêt dura-

blement faible, rend plus délicate la mesure du risque pour l'épargnant ;

- en second lieu, l'offre émanant des prestataires, si elle permet une approche plus patrimoniale de ces sujets, revêt un caractère global et contribue à brouiller la frontière entre les produits et les secteurs (les produits de gestion collective tendent ainsi à se confondre avec les produits d'assurance-vie) ;

- enfin, l'élargissement de l'offre transfrontière comme l'évolution de la structuration de l'industrie, qui favorise la dissociation entre le producteur et le vendeur de produits financiers, sont autant d'éléments propres à opacifier le choix de l'investisseur et à créer de potentiels cas de *misselling*.

Ces évolutions s'inscrivent, en outre, dans le contexte de l'éclatement de la bulle Internet et des scandales qui, d'Enron à Parmalat, ont durablement affecté la confiance dans les marchés.

Aussi bien, l'encouragement et la

* Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

sécurisation de l'épargne des ménages sur le long terme apparaissent-ils comme une priorité dans l'ensemble des pays occidentaux. Le *Financial Outlook* de la Financial Services Authority (FSA) le soulignait fortement dans son édition de 2004, qui fait de la lutte contre toute forme de *misselling* une priorité. Dans cette perspective, la relation entre le client et l'intermédiaire qui lui vend des produits financiers est capitale au sens où elle est le premier lien entre l'épargnant et les marchés financiers. Elle est souvent au cœur de sa décision d'investissement.

Les régulateurs des grands marchés l'ont bien compris. Certains exemples sont particulièrement intéressants à étudier, comme le cas de l'Australie ou des Pays-Bas car ils ont développé des outils ou une politique visant très directement à améliorer, de manière transsectorielle, les conditions de commercialisation des produits financiers.

Le débat européen sur ce sujet est également très nourri, en particulier autour des propositions de la Commission européenne dans son livre vert sur la gestion d'actifs.

Deux problématiques se dégagent qui permettent d'analyser plus finement la question de la commercialisation des produits financiers au plan international. D'une part, la disparité de la réglementation entre les secteurs de la banque, de l'assurance et des valeurs mobilières, d'autre part, la disparité entre les marchés liée à la maturité et à l'éducation des investisseurs et à l'existence d'un bassin d'épargne plus ou moins conséquent.

LES MÉTHODES DES RÉGULATEURS POUR RÉFORMER LEUR SYSTÈME

La problématique de la disparité des règles entre les secteurs a été identifiée chez de nombreux régulateurs. Il est intéressant, à cet égard, d'analyser plus en détail comment les régulateurs ont réformé leur système, afin d'assurer une plus grande convergence et un meilleur contrôle du processus de commercialisation.

La démarche australienne est directement inspirée du *Financial System Inquiry*, dit rapport Wallis, de mars 1997, qui critiquait la répartition des compétences entre plusieurs agences, la jugeant de peu d'efficacité en termes de protection des investisseurs. Le rapport Wallis soulignait, en particulier, l'absence de cohérence entre les réglementations des différents secteurs, rendant plus complexe, pour les intermédiaires proposant des produits diversifiés, la mise en conformité avec l'ensemble de la réglementation et, pour l'investisseur, la comparaison entre les produits. C'est ce diagnostic qui conduisit le gouvernement fédéral à créer l'ASIC (Australian Securities and Insurance Commission) le 15 juillet 1998. Cette disposition fut complétée par la loi de 2002 qui a mis en œuvre d'autres propositions du rapport Wallis, et, notamment, le fait d'avoir une licence unique pour les prestataires de services financiers et une information cohérente et comparable sur l'ensemble des produits. À ce jour, l'ASIC est responsable de la régulation et de la mise en œuvre d'un cadre

uniforme pour l'ensemble de la gamme complète des produits financiers. Un site Internet à destination des épargnants, dénommé FIDO, présente l'ensemble des éléments, dont un épargnant doit avoir connaissance avant d'investir, les diligences requises du prestataire et une liste de points de contrôle. Ce dispositif permet à l'investisseur de s'assurer que l'intermédiaire avec lequel il est en contact a bien agi en conformité avec la réglementation, et que la démarche conduite était propre à prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause.

La réforme de la supervision des marchés financiers aux Pays-Bas a eu aussi pour objectif de rassembler dans les mains d'un superviseur unique la surveillance des règles de conduite de l'ensemble des prestataires financiers. L'Authority for the Financial Markets (AFM) supervise ainsi l'offre de services ou de produits se rapportant à l'assurance, à l'épargne investie en produits de marché, ou en produits bancaires. La relation de l'épargnant avec un intermédiaire, quel qu'il soit, est aussi placée sous la surveillance et la réglementation de l'AFM. Cette réforme a eu pour objet de prendre en compte l'évolution des prestataires qui s'est traduite par une concentration accrue et une organisation visant à proposer une offre globale de produits financiers et de services de gestion du patrimoine. À l'instar de l'exemple australien, l'objectif était de faciliter la comparaison tout en assainissant les termes de la concurrence.

Pour revenir à la France, il faut souligner l'importance des conclusions du rapport rédigé, à la demande du

ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, par Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Ce rapport souligne dans les termes suivants les difficultés liées aux conditions de concurrence entre les produits, entre les acteurs et entre les canaux de distribution : « 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 génératrice de distorsions de concurrence entre produits, entre acteurs et entre canaux de distribution. Ces inégalités de traitement peuvent conduire à favoriser la commercialisation des 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 ». D'un point de vue pratique, le rapport relève également l'hétérogénéité des compétences et des pouvoirs des régulateurs financiers en matière de protection des investisseurs.

Le rapport Delmas-Marsalet fait également ressortir que : « la distribution des produits financiers en France est largement dominée par les réseaux intégrés ». Cette architecture est susceptible de créer des conflits d'intérêts entre la fonction de production et de distribution de produits financiers. Plus largement, et quelle que soit l'architecture, on constate que la rémunération du distributeur est souvent assurée par rétrocession des commissions perçues par le producteur.

Les Pays-Bas et l'Australie ont opté pour une réforme institutionnelle qui a permis d'assurer la comparabilité et la convergence de la réglementation relative aux produits et aux règles de conduite, tout en maintenant la différenciation entre régulation prudentielle et régulation de marché.

Par-delà l'architecture institutionnelle de la régulation qui doit prendre en compte, notamment, la taille et les spécificités du marché concerné, c'est la clarté et la cohérence des missions des régulateurs qui importent. À cet égard, la solution du régulateur financier unique, mise en œuvre, par exemple, en Grande-Bretagne, en Allemagne, ou encore au Japon, n'est pas sans soulever de difficiles questions, d'autant plus que, dans ces pays, régulation prudentielle des intermédiaires financiers et régulation de marché ont été réunies. L'avantage du *one stop shop* doit alors être mis en regard du risque de possibles conflits d'intérêts et des problèmes de gouvernance que pose la grande taille de telles institutions.

Au plan international, la problématique de la disparité des réglementations a également été identifiée. Le Joint Forum¹ vient ainsi d'entreprendre une étude sur la commercialisation des produits financiers de tous les secteurs. Ces travaux visent à analyser, dans un premier temps, les différentes approches en termes de règles de conduite ainsi que les différents canaux par lesquels passe la commercialisation. La première étape devrait être une étude comparative de l'état des lieux des diligences accomplies par les prestataires des trois secteurs en matière d'information des clients.

Les travaux du Joint Forum vont

croiser deux types de disparités, celles relatives aux secteurs et celles relatives aux pays. Si, comme on vient de le voir, la réduction des disparités par secteur est un constat partagé, le niveau d'exigences fait l'objet de débats qui prennent une acuité particulière en Europe.

LES DIFFÉRENCES D'APPROCHE DES RÉGULATEURS

La commercialisation des produits financiers se heurte aussi, compte tenu du développement des activités transfrontières, aux différences existant entre les marchés, notamment dans la perception du niveau raisonnable de protection des investisseurs, lequel dépend de critères sociologiques liés à la maturité du marché et au niveau d'éducation des investisseurs, de même qu'à la perception du risque. La différence d'approche par les régulateurs peut aussi résulter de la structuration de l'activité de leur place financière, selon qu'elle vise principalement à exporter des produits financiers et donc à attirer les prestataires de tous horizons ou bien à répondre aux exigences d'un bassin d'épargne important. Au sein de l'Union européenne, il est nécessaire de trouver un équilibre entre la libre circulation des produits et la création d'un marché unique, tout en préservant la capacité du régulateur à édicter les règles qui lui semblent propres à assurer la protection des épargnants, et ce, en fonction de leurs habitudes en matière d'investissement et de la maturité du marché.

En Grande-Bretagne, les règles de conduite sont déclinées au sein du *FSA Handbook Conduct of Business Rules* et s'appuient sur des notions largement reprises aujourd'hui par les standards internationaux : la connaissance du client (*know your customer*), la recherche du produit adapté (*suitability*), mais également la nécessité pour les prestataires de s'assurer de la compétence de leurs vendeurs (*fitness and properness*).

La réglementation britannique est donc relativement détaillée. Il faut noter, toutefois, que les obligations ainsi posées ne sont pas systématiquement applicables à l'ensemble de la clientèle. Les particuliers ont ainsi la possibilité de demander à être traités comme un investisseur professionnel, lorsqu'ils remplissent certaines conditions. En outre, il existe un service limité, dit *d'execution only*, par lequel le prestataire n'a pas à s'engager dans les démarches de conseil précitées en raison de ce mode spécifique d'exécution d'ordre qui ne prend pas en compte la connaissance du client et, donc, le caractère adapté du produit vendu. Cela peut porter sur une large gamme de produits financiers, y compris les produits d'épargne collective. La législation européenne a intégré cette possibilité lors de la révision des règles de conduite dans le cadre de négociations de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIFID).

Deux axes semblent devoir être suivis pour améliorer la commercialisation internationale des produits. Il est nécessaire de favoriser l'harmonisation des règles relatives aux produits, tout en préservant la compétence du

pays d'accueil en matière de commercialisation.

Le plan d'action pour les services financiers a permis une harmonisation et un renforcement des règles d'information des clients, que ce soit dans le domaine de l'assurance, avec la troisième directive qui a renforcé les informations précontractuelles, ou la directive sur l'intermédiation en assurance qui a précisé l'étendue des obligations de conseil, ou encore avec la modernisation de la directive UCITS², ou la révision des règles de conduite adoptées en 1996 dans le cadre de l'adoption de la MIFID. En effet, la directive sur les OPCVM a harmonisé l'information sur les produits, mais renvoie à l'État d'accueil pour ce qui concerne la compétence relative à la commercialisation. D'une manière générale, la directive sur les services d'investissement de 1993 avait posé les principes généraux relatifs à l'information du client au regard de ses compétences et de ses objectifs. L'article 11 de cette directive avait fait l'objet d'un long travail du Forum of European Securities Commission (FESCO)³, visant à développer de manière harmonisée les règles de conduite. La MIFID reprend dans son article 19 ces principes. La directive de 1993 a été transposée dans la loi et le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), aujourd'hui de l'AMF. Le développement des règles de conduite a eu pour corollaire le développement des services chargés, au sein des prestataires, d'assurer le respect des règles dites de déontologie.

Pour autant, cette harmonisation grandissante des règles de conduite n'est pas suffisante pour assurer une

protection efficace du consommateur au sein de l'espace européen, alors même que la circulation des produits est améliorée par le processus du passeport. Les principales raisons ont été relevées dans la réponse de l'AMF à la consultation de la Commission européenne sur le livre vert en matière de gestion.

Cette réponse part du constat qu'il existe au sein de l'Union européenne un très petit nombre d'États exportateurs, qui n'ont pas la responsabilité de bassins d'épargne profonds et largement investis en OPCVM, et qui cherchent à tirer parti de possibles arbitrages réglementaires pour faire bénéficier les prestataires installés chez eux de souplesses qui ne sont pas admises dans le reste de l'Union européenne.

S'agissant des autres produits que les OPCVM, l'AMF estime, en effet, prioritaire le traitement des distorsions créées par le cadre législatif communautaire entre les différents produits : le contournement des règles posées par la directive OPCVM via l'utilisation d'autres enveloppes (certificats, obligations indexées, assurance-vie) compromet la cohérence de l'ensemble du système. L'AMF a, ainsi, pu observer que des produits, dont les caractéristiques sont identiques à celles d'un OPCVM, mais structurés sous forme d'obligations, parviennent en France via le passeport au titre de la directive Prospectus⁴, avec des exigences bien moindre en termes d'information des investisseurs et s'affranchissant de certaines règles relatives aux actifs éligibles (par exemple, en offrant une exposition au risque *hedge funds*). De même, une simple cotation dans un

autre État membre peut suffire à une publication pour être commercialisée en tant qu'unité de compte dans un contrat d'assurance-vie français, sans même devoir se conformer au cadre de la directive Prospectus.

À cet égard, l'AMF conclut, dans sa réponse, qu'il est nécessaire que l'État de résidence du client, c'est-à-dire l'État d'accueil, garde la compétence de la commercialisation, afin de disposer d'une capacité d'adaptation des modalités de commercialisation et des conditions dans lesquelles une publicité peut être faite en lien avec le niveau d'éducation des investisseurs, la profondeur et la structure du bassin d'épargne.

Convergence des règles entre les secteurs et coordination de la supervision, harmonisation des pratiques internationales, la commercialisation des produits financiers est au cœur de la confiance de l'épargnant dans les marchés et donc de la régulation financière. Au-delà des aspects propres à la protection de l'épargnant, il ne faut pas négliger l'impact d'une mauvaise régulation, dans ce domaine, sur la solvabilité des établissements et la stabilité du système dans son ensemble. À cet égard, le mandat du Joint Forum souligne très justement que la protection de l'épargnant est également bénéfique pour le prestataire, si l'on considère que le *misselling* peut avoir des coûts très élevés en termes de réputation. À ce sujet, une étude faite par les autorités bancaires australiennes, et présentée au FSF en 2005, montrait l'impact croissant sur les banques d'un retournement de conjoncture qui

affecterait les ménages, en raison de la structure de l'épargne et du niveau d'endettement. Le rapport Delmas-Marsalet partage aussi ce constat lorsqu'il souligne que : « le *misselling* est porteur de risques pour le système financier dans son ensemble. En accentuant le comportement procyclique 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 ». Gageons que la compréhension croissante de cet intérêt, objectif commun des prestataires et de leurs clients, sera le ferment d'une régulation internationale harmonisée de la commercialisation des produits financiers dans un futur proche.

NOTES

1. Comité qui rassemble des représentants des organisations internationales des régulateurs, à savoir, le Comité de Bâle, l'Association internationale des régulateurs d'assurance et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).
2. Cette directive étend, d'une part, le champ des produits pouvant bénéficier d'un passeport européen et vise, d'autre part, à créer un cadre commun pour les sociétés de gestion opérant dans l'Union européenne.
3. Organisation précédant le Committee of European Securities Regulators - CESR.
4. La directive Prospectus a pour objectif d'améliorer la qualité de l'information fournie aux investisseurs par les sociétés qui souhaitent lever des capitaux dans l'Union européenne.

