

ANALYSES

Les impacts de la réforme des Marchés d'instruments Financiers

PAR T. ROCAFULL ET N. VINCENT (*)

L'enjeu de la définition du « produit complexe »

En l'absence d'une définition rigoureuse, la commercialisation des produits complexes à partir du 1^{er} novembre risque de poser un certain nombre de problèmes aux sociétés de gestion.

L'article 38 de la directive européenne d'application de la réforme MIF (Marchés d'instruments financiers), repris sans modification dans l'article 314-57 du règlement général de l'AMF, définit la notion de « produits non complexes » (**). Par déduction, l'ensemble des prestataires de services d'investissement (PSI) est censé identifier les « produits complexes ». Sauf que cette définition en forme de périphrase laisse un certain nombre de PSI dubitatifs face à son interprétation. À quelques semaines de la mise en application de la réforme, cet aspect reste à traiter pour la plupart des entreprises d'investissement et engendre des répercussions bien au-delà de la « simple » classification des produits...

Plusieurs groupes de travail, constitués pour réfléchir sur le sujet, ont proposé leurs principes de classification de produits à l'ensemble de la place. Si l'on prend le cas des OPCVM émis par les sociétés de gestion, un premier groupe de travail a déposé dans le panier des produits complexes l'ensemble des OPCVM non coordonnés selon la directive 85/611/CEE. Un deuxième groupe de travail a choisi pour sa part de faire une dichotomie différente avec une granularité plus fine en identifiant parmi les produits complexes les hedge funds, les fonds Aria, les OPCVM « dédiés », « réservés à 20 porteurs au plus », les FCIMT, FCPR, FCPI, FCPE... À noter que ces deux groupes n'ont pas d'avis sur la classification à donner aux trackers : fonds à formule ou indices simples ?

Pour les sociétés de gestion, la classification des produits représente un véritable enjeu, puisque la souscription d'un OPCVM constitue en général un service de réception-transmission d'ordres (RTO). Or selon l'article 19-6 de la directive cadre MIF, ce service ne peut pas être fourni aux clients sur des produits complexes sans avoir au préalable réalisé toutes les diligences clientèles prévues par la directive, même dans le cas où le service est fourni à l'initiative du client (analyse du caractère approprié). Pour les sociétés de



DENIS SCOTT / CORBIS

gestion, c'est un frein potentiel à la commercialisation des produits complexes, qui peut avoir des conséquences sur leurs revenus, ces produits possédant souvent des commissions plus élevées. Elles ont donc tout intérêt à ce que la part la plus faible de leurs produits soit classée comme complexe.

Question de neutralité. Même si elle n'est pas essentielle, une question vient naturellement à l'esprit : qui procède à la classification des produits ? Aujourd'hui, la solution la plus répandue semble donner aux sociétés de gestion la charge de ce travail. Mais peuvent-elles être raisonnablement juges et parties ? Le travail de classification pourrait aussi bien revenir à des intermédiaires neutres. Mais seront-ils en mesure d'obtenir l'information suffisante ? Et qui sera garant de la cohérence des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre ?

À quelques semaines de l'échéance, il apparaît que cette activité de classification des produits est le catalyseur d'une évolution, voire d'une reconfiguration, selon certains, de l'offre de produits de gestion d'actifs. En effet, les catalogues produits et les stratégies marketing sont en cours de révision, les sociétés de gestion ayant intérêt à entrer dans un cycle de « décomplexification » de certains produits et augmenter la rentabilité et la visibilité de leurs produits non complexes... tout ceci, bien sûr, dans le respect des exigences liées aux conflits d'intérêt.

Par ailleurs, l'enjeu autour de ce sujet est accentué par le projet FBF (Fédération bancaire française) de code de bonne conduite en cours d'élaboration pour répondre aux re-

commandations du rapport Delmas-Marsalet qui introduirait quatre catégories possibles de produits. Sans parler de la récente crise des « subprimes loans » qui suscite auprès des investisseurs une certaine suspicion vis-à-vis de la créativité et de l'innovation financières dont font preuve certains produits. De là à prédire (***) que « la moitié des sociétés de gestion pourrait disparaître d'ici à 2015 en Europe », il n'y a qu'un pas que nous ne saurions franchir. Même s'il est évident que le contexte actuel pose de nouveaux défis aux acteurs de la gestion d'actifs, la profession a prouvé par le passé sa forte capacité de résistance. Elle pourra donc s'affranchir de la sinistreuse ambiance moyennant quelques réflexions et évolutions pragmatiques. Cependant, il est déjà clair que tout ne sera pas réglé au 1^{er} novembre 2007. ■

(*) Respectivement directeur associé et consultant senior Sia Conseil

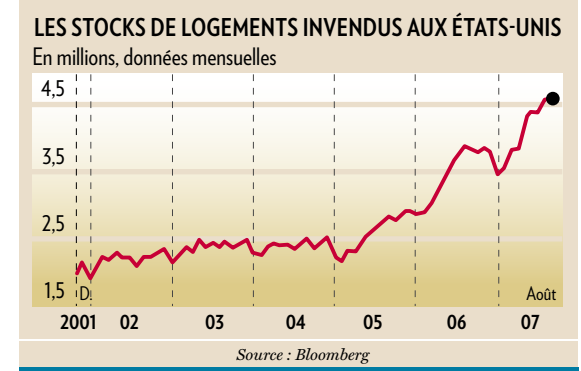
(**) Selon l'article 314-57 du règlement général de l'AMF, les produits non complexes sont les actions admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'espace économique européen ou sur un marché équivalent d'un pays tiers ; les instruments du marché monétaire ; les obligations et autres titres de créance, à l'exception des obligations et autres titres de créances qui comportent un instrument dérivé ; les parts ou actions d'OPCVM conformes à la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 ; les autres instruments répondant à certaines conditions, notamment de liquidité, d'absence de possibilité de perte supérieure au montant investi, d'intelligibilité pour le client non professionnel moyen qui doit pouvoir prendre une décision en connaissance de cause.

(***) Étude Mc Kinsey publiée le 14 septembre

La chronique des taux

PAR MAURICE DE BOISSÉSON (*)

Crise immobilière américaine, phase II



Aux États-Unis, le prix des maisons neuves est en train de baisser de 20 à 30 %. Il y a de multiples exemples de promoteurs qui font des rabais, ou de ventes aux enchères qui se concluent par des baisses de prix de cet ordre. Il ne s'agit pas du bas de gamme, mais de maisons valant plusieurs centaines de milliers de dollars. Les grands promoteurs, KB Home, DR Horton, Hovnanian Entreprises, etc., lancent des campagnes de rabais avec les mêmes arguments que ceux qu'on entend chez les constructeurs automobiles : « Il

vaut mieux vendre à perte que de porter un bien qui va se dévaloriser. Il faut alléger les stocks à tout prix. » À 30 % de baisse, il semble que les acheteurs reviennent. Sur le marché de l'ancien, les vendeurs n'ont pas encore suivi le mouvement et maintiennent leurs prix, mais le stock de logements anciens à vendre augmente très vite (voir

graphique). Le lecteur intéressé pourra se reporter à l'hebdomadaire *Business Week*, qui fait sa couverture cette semaine sur la crise immobilière en titrant : « That sinking feeling » (l'impression de couler). On entre donc dans la deuxième phase de la crise immobilière américaine. La première était la crise des subprimes, c'est-à-dire la désolvabilisation des emprunteurs modestes surendettés en raison de la hausse des taux. Cette crise des subprimes est loin d'être achevée et elle prend même de l'ampleur avec le passage à taux variable des emprunts dont les premières échéances étaient à taux fixe. Pendant ce temps, sous nos yeux, enfle une deuxième vague qui est la baisse des prix de l'immobilier. Elle va causer la faillite d'un grand nombre de promoteurs et de spéculateurs immobiliers, et surtout désolvabiliser une partie des emprunteurs qui sont encore considérés comme « prime ». On comprend la fébrilité des autorités monétaires américaines, qui veulent que les taux baissent pour éviter cela, quitte à faire chuter le dollar et à laisser l'inflation s'emballer. Rappelons que pour un ménage surendetté, pour un promoteur immobilier chargé d'inventus ou pour une banque hypothécaire dont les clients font défaut, l'inflation (qui fait monter les prix sans changer les dettes) n'est pas un danger mais une solution. ■

(*) Directeur de la recherche chez Octo Finances.

Retrouvez nos chroniques

Lundi : « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)
Mardi : « Les taux », par Maurice de Boisséson (Octo Finances)
Mercredi : « Pris sur le vif », par Robert Jules (<i>La Tribune</i>)
Judi : « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)
Vendredi : « Le « Contrarian » », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)