



Etat: 26 juin 2014

---

# **Analyse d'impact de la loi sur les services financiers (LSFin) et de la loi sur les établissements financiers (LEFin)**

---

## Table des matières

|          |                                                                                   |           |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Introduction.....</b>                                                          | <b>4</b>  |
| 1.1      | Analyse d'impact de la réglementation (AIR).....                                  | 4         |
| 1.2      | Structure du rapport.....                                                         | 5         |
| <b>2</b> | <b>Présentation du projet et mesures abandonnées.....</b>                         | <b>6</b>  |
| 2.1      | Contexte.....                                                                     | 6         |
| 2.2      | Simplification de la systématique des lois régissant les marchés financiers....   | 8         |
| 2.3      | Présentation de la loi sur les services financiers (LSFin).....                   | 9         |
| 2.4      | Présentation de la loi sur les établissements financiers (LEFin).....             | 12        |
| 2.5      | Mesures abandonnées.....                                                          | 13        |
| <b>3</b> | <b>Evolution internationale.....</b>                                              | <b>15</b> |
| 3.1      | Principes de l'OCDE en matière de protection des clients.....                     | 15        |
| 3.2      | Vue d'ensemble de la réglementation de la protection des clients à l'étranger     | 16        |
| <b>4</b> | <b>Conséquences économiques.....</b>                                              | <b>20</b> |
| 4.1      | Coût et utilité des diverses mesures.....                                         | 20        |
| 4.1.1    | Comportement et organisation des prestataires de services financiers (LSFin)..... | 20        |
| 4.1.2    | Conseillers à la clientèle.....                                                   | 24        |
| 4.1.3    | Activité transfrontalière en Suisse.....                                          | 25        |
| 4.1.4    | Documentation concernant les caractéristiques des produits.....                   | 26        |
| 4.1.5    | Mise en œuvre des prétentions des clients privés.....                             | 30        |
| 4.1.6    | Cercle des assujettis à la surveillance (LEFin).....                              | 31        |
| 4.2      | Conséquences pour les groupes concernés.....                                      | 37        |
| 4.3      | Conséquences sur la concurrence.....                                              | 40        |
| 4.3.1    | Degré de concurrence.....                                                         | 40        |
| 4.3.2    | Attrait de la place économique.....                                               | 42        |
| <b>5</b> | <b>Aspects pratiques de l'exécution.....</b>                                      | <b>44</b> |
| <b>6</b> | <b>Conclusion.....</b>                                                            | <b>45</b> |
|          | <b>Bibliographie.....</b>                                                         | <b>47</b> |
|          | <b>Annexe 1: la situation pays par pays.....</b>                                  | <b>49</b> |
|          | <b>Annexe 2: Analyse d'impact de la LEFin.....</b>                                | <b>76</b> |

## Table des illustrations et des tableaux

|                                                                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Illustration 1: Architecture des lois sur les marchés financiers selon le modèle des piliers .....                   | 8  |
| Illustration 2: Architecture des lois sur les marchés financiers selon le modèle des niveaux de réglementation ..... | 9  |
| Illustration 3: Vue d'ensemble de la loi sur les établissements financiers .....                                     | 13 |
| Illustration 4: Valeurs mobilières déposées auprès de toutes les banques (1998-2012) .....                           | 32 |
| Illustration 5: Répartition des gestionnaires de fortune dans les différents cantons (2013) ..                       | 32 |
| Illustration 6: Nombre de gestionnaires de fortune inscrits au registre du commerce (1970-2013).....                 | 33 |
| Illustration 7: Relations entre le client, le gestionnaire de fortune et la banque.....                              | 33 |
| Illustration 8: Nombre d'entreprises nouvellement créées dans le secteur financier suisse (2001-2011).....           | 41 |

|                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tableau 1: Vue d'ensemble des obligations actuelles et futures d'établir un prospectus selon la LSFin ..... | 27 |
| Tableau 2: Nombre d'entreprises selon la division économique et la taille de l'entreprise, 2011.....        | 36 |

# 1 Introduction

## 1.1 Analyse d'impact de la réglementation (AIR)

A la suite de la crise financière, on a constaté qu'il était nécessaire d'adapter la réglementation suisse dans plusieurs domaines. Le 28 mars 2012, le Conseil fédéral a donc chargé le Département fédéral des finances (DFF), en collaboration avec le Département fédéral de justice et police (DFJP) et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), d'entamer les travaux relatifs à l'élaboration de bases légales en la matière et de lui soumettre un projet destiné à la consultation. Pour des raisons de systématique du droit, les domaines faisant l'objet de la nouvelle réglementation ont été traités dans deux lois distinctes, à savoir la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), qui visent toutes deux à renforcer la protection des clients sur les marchés financiers. Établi par le DFF, le présent rapport évalue en détail les conséquences économiques des deux lois proposées, sous la forme d'une analyse d'impact de la réglementation (AIR). En ce qui concerne certaines questions spécifiques, le DFF a reçu le soutien du Département fédéral des affaires étrangères (DFAE), du Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche (DEFR) ainsi que de la FINMA,

L'AIR est un instrument qui permet d'examiner et d'exposer les conséquences économiques des projets de la Confédération<sup>1</sup>. Selon le rapport du 19 décembre 2012 concernant la politique de la Confédération en matière de marchés financiers, cette prise en compte du rapport coûts/utilité des réglementations envisagées fait partie intégrante des principes de cette politique.

### Contexte

Les réglementations étatiques servent à atteindre certains objectifs sociétaux et économiques. Elles offrent donc des avantages, mais occasionnent également des coûts. Négliger ces coûts lors de l'élaboration de nouvelles règles peut déboucher sur l'imposition de charges excessives et inutiles, susceptibles de nuire au développement économique et de freiner la croissance. Or, on assiste actuellement, en raison notamment de la complexité croissante de nos sociétés, à une densification accélérée de la réglementation, au point que, dans de nombreux pays, les frais administratifs et autres coûts qui en résultent sont de plus en plus souvent perçus comme néfastes et remis en cause. C'est pourquoi on a progressivement adopté, dans presque tous les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'instrument de l'AIR, qui permet de procéder à un examen systématique des coûts et de l'utilité des réglementations à l'intention des décideurs politiques.

L'AIR consiste en une étude prospective et une présentation des conséquences économiques des projets de la Confédération, basée sur cinq points d'analyse AIR déterminés (cf. ci-après). Elle porte en particulier sur les réglementations étatiques appliquées aux entreprises et examine, outre les frais administratifs occasionnés à ces dernières, les autres coûts résultant des obligations imposées par l'Etat, ainsi que la capacité des PME à supporter ces charges.

### Objectif

L'AIR a pour principal objectif d'améliorer la qualité de l'application du droit. Elle vise à créer un maximum de transparence sur les problèmes à l'origine du projet de loi, sur les buts à atteindre, sur les options possibles, sur les mesures proposées et sur leurs conséquences

---

<sup>1</sup> Cf. <http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00459/00465/index.html?lang=fr> (23 avril 2014).

présumées. Elle examine également les autres réglementations envisageables et leur applicabilité, s'employant ainsi à améliorer le projet. Au final, elle met les possibilités d'amélioration en évidence à l'intention de l'administration fédérale, fournit de meilleures bases de décision aux décideurs politiques, permet aux milieux intéressés de mieux étayer leur avis et améliore les possibilités de contrôle et d'évaluation de la réalisation des objectifs par les institutions et les acteurs compétents en la matière.

## Contenu

La présente AIR examine les projets de LSFin et de LEFin mis en consultation, compte tenu des cinq points d'analyse AIR ci-dessous.

1. **Nécessité et possibilité d'une intervention de l'Etat:** dans quelle mesure l'intervention de l'Etat est-elle nécessaire et possible?
2. **Impact du projet sur les différents groupes de la société:** quelles seront les conséquences prévisibles des règles proposées sur chacun des groupes formant la société?
3. **Implications pour l'économie dans son ensemble:** quelles seront les conséquences prévisibles des règles proposées sur l'économie en général, en particulier sur l'intensité de la concurrence et sur l'attrait de la place économique?
4. **Autres réglementations entrant en ligne de compte:** y a-t-il d'autres réglementations possibles?
5. **Aspects pratiques de l'exécution:** dans quelle mesure l'applicabilité de la réglementation pour l'économie est-elle prise en compte?

## 1.2 Structure du rapport

La crise financière a mis en évidence l'insuffisance de la protection dont bénéficient les clients dans le cas de certains services et produits financiers. A la suite de ce constat, plusieurs initiatives nationales et internationales ont été lancées dans ce domaine. Présentant une vue d'ensemble des développements observés sur le plan international en matière de protection des clients, le chapitre 2 passe en revue, outre les recommandations de l'OCDE, les réglementations de plusieurs autres pays. Le chapitre 3 décrit les grandes lignes des deux composantes (LSFin et LEFin) du projet de réglementation, présentant également les mesures envisagées, puis abandonnées. Le chapitre 4 est consacré à l'analyse détaillée des conséquences des lois proposées sur l'économie nationale. Quant au chapitre 5, il explique en quoi les autorités jugent le projet globalement opportun et applicable dans la pratique. Enfin, le chapitre 6 est consacré aux conclusions.

## 2 Présentation du projet et mesures abandonnées

### 2.1 Contexte

En 2012, s'appuyant sur un document de position de la FINMA, le Conseil fédéral a identifié trois raisons d'adopter une loi sur les services financiers: améliorer la protection des clients, assurer l'égalité des conditions de concurrence et prévenir une détérioration de l'accès au marché<sup>2</sup>.

#### Protection des clients

Lors de la distribution de produits financiers aux clients privés, plusieurs difficultés peuvent survenir dans la relation entre le prestataire de services financiers, le conseiller et le client.

- *Conflits d'intérêts*: le droit en vigueur ne connaît pas de réglementation des conflits d'intérêts valable pour l'ensemble des prestataires de services financiers, ce qui est de nature à compliquer l'application des droits de propriété des clients. Une réglementation appropriée pourrait donc contribuer à atténuer les conflits d'intérêts en relation avec la distribution de produits financiers<sup>3</sup>. Des conflits d'intérêts peuvent résulter, en particulier, des rémunérations reçues de tiers (rétrocessions), par exemple lorsque le conseiller à la clientèle doit choisir entre leur perception et la défense adéquate des intérêts du client. La gestion de fortune est un modèle d'affaires fondé sur la confiance. A défaut de réglementation et de surveillance, il incombe au client lui-même de se prémunir contre les conflits d'intérêts.
- *Asymétrie de l'information*: les asymétries de l'information peuvent entraîner un dysfonctionnement du marché, qu'il est possible de réduire par des mesures réglementaires. En présence d'un tel dysfonctionnement, il faut examiner si des mesures réglementaires sont susceptibles d'améliorer le résultat du marché. D'importantes disparités entre acteurs du marché en matière d'information s'observent généralement aussi sur les marchés de la gestion de fortune et du conseil en placement, car les clients privés n'ont souvent que peu de connaissances et d'expérience dans le domaine des placements financiers<sup>4</sup>. Certes, le droit actuel oblige déjà les fabricants et les distributeurs de produits à réduire en partie ces disparités, mais en raison de la complexité croissante des produits financiers, notamment des produits structurés, il semble que ce problème de l'asymétrie de l'information ait encore gagné en importance. Une intervention sur le marché ne doit toutefois être envisagée que si les mesures prévues servent le bien commun. Il pourrait être aussi dans l'intérêt des entreprises de contribuer spontanément à accroître la transparence du marché. Dans le domaine de la gestion de fortune, cela pourrait cependant causer des problèmes de coordination, car une fois informé par un établissement financier donné, le client pourrait être séduit par les produits d'un établissement concurrent<sup>5</sup>. De plus, les coûts élevés d'une mise à disposition non coordonnée ni standardisée des informations pourraient faire obstacle à l'instauration d'une transparence suffisante. Dans ces circonstances, l'intervention de l'Etat permettrait de surmonter ces difficultés et d'accroître l'efficacité de la mise à disposition d'informations grâce à l'adoption de processus standardisés.

---

<sup>2</sup> Cf. rapport de la FINMA Distribution de produits financiers (2010) et son document de position Règles applicables à la distribution (2012).

<sup>3</sup> Cf. Inderst et Ottaviani (2012).

<sup>4</sup> Cf. Campbell et al. (2011).

<sup>5</sup> Cf. Hackethal et al. (2011), pp. 185 ss.

- *Règles de conduite*: les règles de conduite actuelles en matière de distribution de produits financiers sont en partie insuffisantes. Les clients privés ne peuvent par exemple pas avoir la certitude, pour tous les produits et pour tous les prestataires de services financiers, d'avoir été conseillés en fonction de leurs objectifs de placement, de leurs connaissances et de leur situation financière, ni d'avoir été suffisamment informés des risques inhérents à l'opération envisagée. Ainsi, avant la crise financière de 2008, de nombreux clients détenteurs de produits structurés à capital garanti de Lehman Brothers Holding Inc. n'avaient nullement conscience des risques auxquels ils étaient réellement exposés. Avec l'éclatement de la crise, ils ont appris à leurs dépens que la garantie du capital ne les protégeait pas contre une perte totale due à la défaillance de la contrepartie. Les règles de conduite peuvent donc contribuer à la divulgation des conflits d'intérêts ainsi qu'à la réduction des asymétries d'information.
- *Formation*: les prestataires de services financiers ont tout intérêt, pour assurer le succès de leurs activités de conseil, à ce que leurs conseillers à la clientèle disposent des qualifications professionnelles requises.

### Conditions de concurrence

Selon le droit actuel, les prestataires de services financiers ne sont pas tous assujettis à la surveillance prudentielle de la FINMA<sup>6</sup>. En particulier, les purs conseillers en placement et les gestionnaires de fortune indépendants – exception faite des gestionnaires de placements collectifs – peuvent exercer leur activité sans devoir préalablement en obtenir l'autorisation, ni en informer les autorités. Ils ne sont par conséquent pas soumis à la surveillance constante de la FINMA et n'ont pas d'exigences particulières à remplir en matière de formation et de perfectionnement. Or, faute de base légale, il n'est actuellement pas possible d'imposer des règles de conduite aux prestataires non assujettis, ni, à plus forte raison, d'en contrôler le respect. Il en résulte des différences de coûts et donc une inégalité des conditions de concurrence entre prestataires de services financiers surveillés et non surveillés.

### Accès au marché

L'adoption en Suisse de règles de protection des clients équivalentes aux règles internationales revêt une grande importance pour les prestataires fournissant des services de gestion de fortune transfrontaliers. En ce qui concerne la fourniture de services financiers aux clients privés (clients de détail), les prescriptions de la nouvelle directive européenne MiFID II prévoient de maintenir le statu quo, autrement dit de conserver des réglementations nationales. Il appartiendra donc encore à chaque Etat membre de l'Union européenne (UE) de décider si la prospection active de clients privés par les établissements financiers de pays tiers doit être subordonnée ou non à l'existence d'une succursale sur place. Si une telle succursale est exigée, la réglementation harmonisée MiFID II s'appliquera. Il faut cependant partir du principe que pour accorder à un pays tiers l'accès à leur marché national, les Etats membres de l'UE seront de plus en plus nombreux à exiger que le pays tiers concerné dispose d'un cadre légal et d'un système de surveillance équivalents aux leurs.

Pour les clients professionnels, la MiFID II prévoit en revanche explicitement une exigence d'équivalence. Le but est d'harmoniser les règles régissant la fourniture transfrontalière de services financiers à partir d'un Etat tiers à des investisseurs professionnels au sein de l'UE. Ainsi, si la Commission européenne reconnaît l'équivalence de la réglementation et du

---

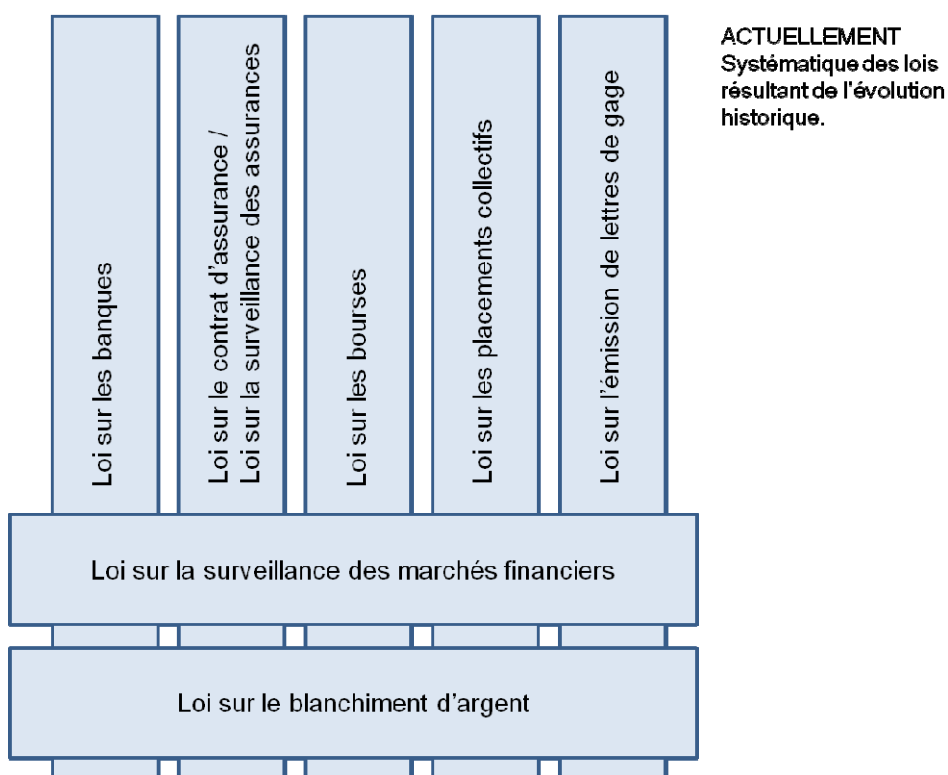
<sup>6</sup> Par surveillance prudentielle, on entend une surveillance visant en particulier à assurer la réalisation des objectifs suivants: protection des créanciers et des assurés, transparence, égalité de traitement des investisseurs ainsi que protection du bon fonctionnement et de la bonne réputation de la place financière. Cf. aussi à ce sujet le troisième rapport partiel de la commission d'experts Zimmerli (2005), pp. 8 s. (disponible seulement en allemand). Source: <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00891/index.html?lang=fr>.

système de surveillance d'un Etat tiers, les entreprises de cet Etat pourront, après s'être immatriculées auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), servir des clients professionnels dans toute l'UE (passeport européen) sans avoir à y établir de succursale.

## 2.2 Simplification de la systématique des lois régissant les marchés financiers

Les nouvelles lois vont sensiblement simplifier et uniformiser la réglementation suisse des marchés financiers, dont l'architecture actuelle résulte d'une longue évolution historique. Ainsi, au lieu de constituer des piliers distincts (illustration 1), les lois régissant les marchés financiers seront organisées selon quatre niveaux de réglementation (illustration 2). Le but est, premièrement, d'établir une systématique des lois axée sur les fonctions et couvrant les établissements financiers sur la base de critères uniformes, qui tiennent compte, précisément, de leurs fonctions et de leur activité commerciale ainsi que des produits qu'ils distribuent (loi sur les établissements financiers, LEFin). Deuxièmement, les conditions d'autorisation et les règles de surveillance devront être définies suivant des critères tels que le risque, le cercle des clients ou l'offre de produits et, si possible, intégrées dans une seule et même loi pour tous les types d'établissements financiers. De plus, les services financiers devront être fournis aux clients moyennant le respect de règles de conduite uniformes s'appliquant dans la même mesure à tous les acteurs des marchés financiers (loi sur les services financiers, LSFin). Troisièmement, les services fournis par les infrastructures des marchés financiers – c'est-à-dire par les bourses et autres plates-formes de négociation, contreparties centrales, dépositaires centraux, référentiels centraux et systèmes de paiement – devront aussi être régis par un cadre réglementaire uniforme (loi sur l'infrastructure des marchés financiers, LIMF). Enfin, le quatrième niveau de réglementation concerne la surveillance des marchés financiers, la loi correspondante réglant les compétences et l'organisation de la FINMA (loi sur la surveillance des marchés financiers, LFINMA).

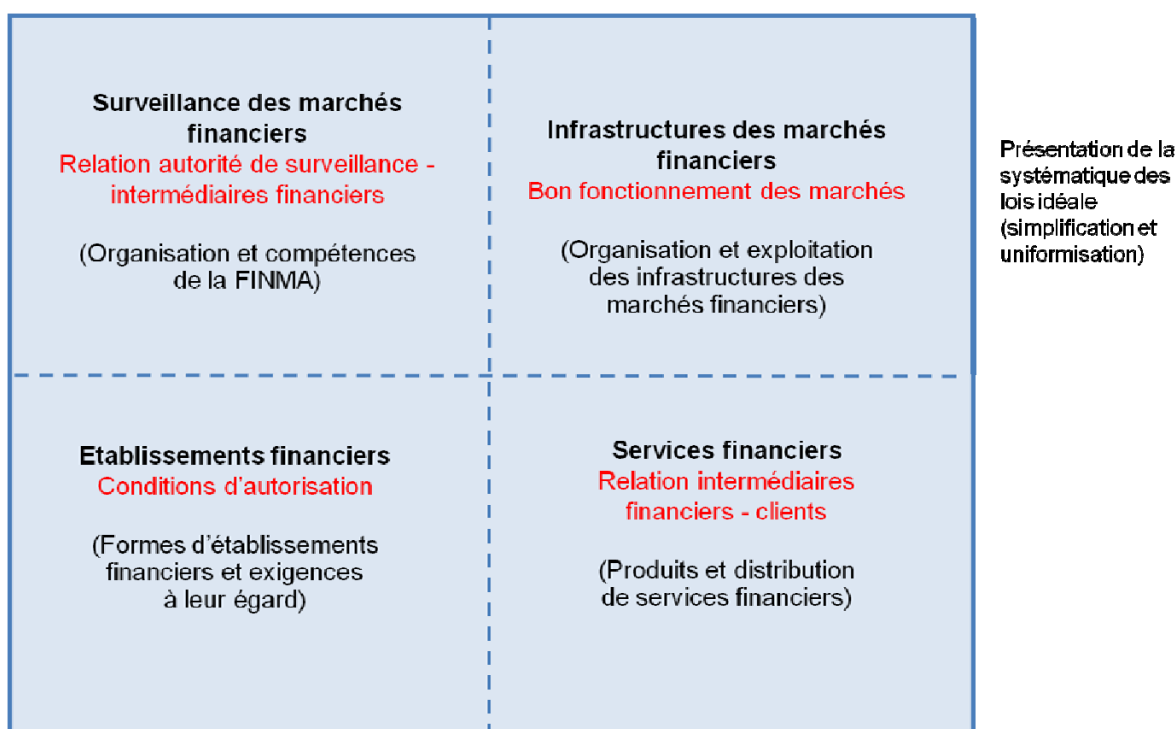
Illustration 1: Architecture des lois sur les marchés financiers selon le modèle des piliers





Avec cette systématique simplifiée et intuitive, la Suisse se distinguera également au niveau international. En particulier dans les juridictions de l'UE et de l'Espace économique européen (EEE), on observe en effet une fragmentation relativement importante des sources du droit des marchés financiers. Cela s'explique par le fait que les Etats faisant partie du marché harmonisé européen ont transposé les directives de l'UE dans leur droit national progressivement et différemment les uns des autres, adoptant leurs propres actes législatifs. Seules les réglementations plus récentes, comme celles en vigueur à Hong Kong ou à Singapour, sont plus simples et plus homogènes. Dans ces juridictions, les activités concernées sont quasiment toutes réglées par une seule disposition.

Illustration 2: Architecture des lois sur les marchés financiers selon le modèle des niveaux de réglementation



La modernisation des lois sur les marchés financiers permettra en outre de tenir compte de la profonde mutation de ces marchés observée depuis quelques années. Dans le monde entier, les marchés des assurances et des services financiers convergent de plus en plus, les bourses subissent la concurrence croissante des plates-formes de négociation des banques et les activités de gestion de fortune sont de plus en plus souvent exercées tant par les banques que par les gestionnaires de fortune. Or, l'adaptation à cette nouvelle donne nécessite que l'on conçoive les lois régissant les marchés financiers selon une approche non plus verticale – comme c'est le cas des lois actuelles – mais horizontale.

### 2.3 Présentation de la loi sur les services financiers (LSFin)

La LSFin<sup>7</sup> prévoit des règles de conduite transsectorielles et des mesures organisationnelles pour les prestataires de services financiers, ainsi que des exigences minimales en matière de formation des conseillers à la clientèle (règles de conduite et compétences techniques). Elle prévoit en outre des règles relatives à la documentation des produits ainsi qu'aux

<sup>7</sup> Cf. le rapport explicatif relatif au projet de LSFin et de LEFin soumis à consultation.

exigences en matière de prospectus et d'autorisation des instruments financiers. Un renforcement du système de médiation est également prévu, ainsi que des mesures de procédure civile visant à faciliter l'application du droit. Enfin, le projet de loi prévoit également des prescriptions régissant les opérations transfrontalières des prestataires étrangers de services financiers en Suisse.

Les mesures prévues doivent être considérées comme étant liées entre elles. Ainsi, prescrire une transparence accrue au niveau des produits n'a de sens que si les prestataires de services financiers sont tenus de transmettre les informations disponibles à leurs clients et de se renseigner sur les besoins et les attentes de chacun d'entre eux. De même, les règles de conduite ne se traduiront par une amélioration de la protection des clients que si les conseillers à la clientèle les connaissent et disposent de compétences techniques suffisantes. Seule une réglementation cohérente des questions de transparence, de conduite, de surveillance et d'application du droit permettra d'atteindre effectivement les objectifs visés par la nouvelle législation.

### **Règles de conduite**

Les règles de conduite de la LSFin fixent les obligations prudentielles que les prestataires de services financiers doivent observer vis-à-vis de leurs clients lorsqu'ils leur fournissent des services financiers. Au cœur de ces dispositions figurent en particulier les obligations d'informer et de se renseigner. En effet, pour pouvoir prendre ses décisions d'investissement en toute connaissance de cause, le client doit disposer d'informations suffisantes aussi bien sur le prestataire de services financiers que sur les services et les produits qu'il propose. Les règles de conduite varient en fonction du segment de clientèle et sont plus étendues pour les clients privés que pour les clients professionnels.

Les règles de conduite visent en outre à garantir que les clients soient informés de manière appropriée sur le prestataire de services financiers et sur son champ d'activité. En ce qui concerne les clients privés, ces informations sont notamment les suivantes: nom et adresse, statut d'autorisation et autorité de surveillance compétente. Le prestataire sera également tenu de signaler tout éventuel conflit d'intérêts au client et de lui donner des explications suffisantes sur les caractéristiques des services et instruments financiers proposés ainsi que sur les risques qu'ils comportent.

Les règles de conduite incluent aussi la vérification du caractère approprié ainsi que de l'adéquation. Ainsi, avant toute opération impliquant des instruments financiers, le prestataire de services financiers sera tenu d'en vérifier le caractère approprié, autrement dit de s'assurer que les connaissances et l'expérience du client sont suffisantes. Dans les domaines de la gestion de fortune et du conseil en placement, il faudra en outre procéder à une vérification de l'adéquation, qui permettra d'établir si les instruments ou services financiers proposés sont compatibles avec la capacité de risque, la propension au risque et l'objectif de placement du client. Enfin, il faudra tenir compte également de la diversification des risques encourus par ce dernier.

Des exceptions à l'obligation de vérifier le caractère approprié et l'adéquation sont prévues dans certains cas. Lorsqu'un client s'adresse spontanément à un prestataire de services financiers en le priant d'exécuter une opération donnée, le prestataire peut fournir ce service consistant en une simple exécution (*execution only transaction*) sans avoir à en vérifier le caractère approprié ni l'adéquation.

### **Organisation**

Pour être à même d'observer les règles de conduite inscrites dans la LSFin, les prestataires de services financiers devront prendre certaines mesures organisationnelles. En particulier, les prestataires de services financiers devront garantir le respect des obligations inscrites dans la LSFin au moyen de prescriptions internes et d'une organisation adéquate de leur

entreprise. Ils devront en outre veiller à ce que tous leurs collaborateurs ainsi que les tiers auxquels ils ont recours disposent des qualifications nécessaires. Il s'agira également d'éviter tout conflit d'intérêts et, s'il s'en présentait tout de même un, d'en informer impérativement le client. L'acceptation d'avantages ne sera admise que si les clients concernés ont préalablement renoncé à ces avantages ou si ceux-ci leur sont entièrement transférés.

### **Formation et perfectionnement des conseillers à la clientèle**

Les relations entre les prestataires de services financiers et leurs clients sont généralement assurées par l'intermédiaire de conseillers à la clientèle. Or, pour que les nouvelles règles de conduite soient effectivement appliquées dans la pratique et les clients correctement conseillés, il faudra veiller à ce que les conseillers à la clientèle aient une connaissance suffisante de ces règles et disposent également des compétences techniques nécessaires. La LSFin prévoit que seules pourront exercer l'activité de conseiller à la clientèle les personnes qui sont à même de prouver qu'elles disposent de connaissances suffisantes de cette activité et qui sont enregistrées. Les conseillers à la clientèle employés par des prestataires de services financiers soumis à surveillance ou travaillant pour ces derniers sur une base contractuelle seront aussi tenus de se faire enregistrer.

### **Activité transfrontalière en Suisse**

Pour garantir une protection appropriée des clients recourant à des services transfrontaliers, les prestataires étrangers devront non seulement observer les mêmes règles de conduite que leurs homologues suisses, mais encore se faire enregistrer dans notre pays. Il y a service financier transfrontalier lorsqu'un prestataire ayant son siège à l'étranger fournit un service à un client en Suisse. Il faut toutefois souligner que le prestataire se trouvant à l'étranger, il pourra être plus difficile de faire valoir des prétentions à son encontre. Cela vaut notamment lorsqu'il s'agira de faire reconnaître et exécuter à l'étranger un jugement rendu en Suisse.

### **Documentation concernant les caractéristiques des produits**

Lorsque des valeurs mobilières seront également distribuées à des clients privés en Suisse ou à partir de la Suisse, leur émetteur devra être tenu d'établir et de publier un prospectus. De plus, lorsqu'une offre portant sur un instrument financier sera destinée à des clients privés, il y aura lieu d'établir préalablement une feuille d'information de base, qui devra être remise gratuitement aux clients avant la conclusion du contrat.

### **Application des droits de clients privés**

Seule une applicabilité effective du droit matériel à l'aide d'instruments et de moyens efficaces sera à même de garantir que le droit en vigueur et les obligations légales ou contractuelles qui en découlent seront effectivement mis en œuvre et respectés, dans l'intérêt aussi bien des clients que des prestataires de services financiers. En ce qui concerne les services financiers, cette applicabilité sera facilitée et améliorée par différentes mesures ciblées.

- La condition préalable nécessaire de toute application efficace du droit est une connaissance suffisante de toutes les informations pertinentes sur la relation commerciale et juridique concernée. Etant donné que les documents établis par le prestataire de services financiers dans le cadre de ses activités pour le client revêtent à cet égard une importance primordiale, il est prévu d'inscrire dans la LSFin un droit général du client d'obtenir une copie de son dossier.
- Selon le droit actuel, il incombe au client d'apporter la preuve que le prestataire de services financiers a manqué à ses obligations légales d'information ou d'explication et qu'il y a un lien de causalité entre ce manquement et le dommage subi. Or, apporter cette preuve est souvent difficile pour le client et représente donc dans de nombreux cas un obstacle insurmontable. C'est pourquoi le projet prévoit de renverser le fardeau de la

preuve: ce sera au prestataire de prouver qu'il a respecté ses obligations légales d'information et d'explication.

- Outre ceux qui existent déjà en partie dans les secteurs de la banque et de l'assurance, des organes de médiation reconnus devront être à disposition pour régler extrajudiciairement les litiges de droit privé relatifs à des services financiers opposant des prestataires à leurs clients.
- La LSFin prévoit en outre la création d'un fonds pour frais de procès en cas de litiges portant sur des services financiers. Ce fonds prendra en charge, sous certaines conditions, les frais de procès occasionnés aux clients privés par les actions en justice qu'ils auront ouvertes contre leur prestataire de services financiers.
- Enfin, la LSFin crée la possibilité d'ouvrir une action collective ou une procédure de transaction de groupe. Cela permettra à des associations et autres organisations d'agir en leur nom propre contre des prestataires de services financiers en cas de violation de prescriptions de droit civil par ces derniers, et de conclure avec des prestataires de services financiers des accords de transaction de groupe qui pourront être déclarés contraignants par un tribunal.

## 2.4 Présentation de la loi sur les établissements financiers (LEFin)

La loi sur les établissements financiers (LEFin) régit la relation entre les établissements financiers et l'autorité de surveillance. Elle prévoit des conditions d'autorisation et des exigences organisationnelles uniformes pour tous les secteurs et crée ainsi des conditions de concurrence identiques pour tous les assujettis. Selon la LEFin, toutes les personnes qui placent et gèrent des valeurs patrimoniales à titre professionnel pour le compte de tiers devront obtenir une autorisation de l'autorité de surveillance. Les établissements financiers seront définis en fonction de leur activité générale caractéristique. La LEFin reprend les dispositions actuellement applicables aux établissements financiers réglementés<sup>8</sup> L'illustration 3 présente une vue d'ensemble de la LEFin.

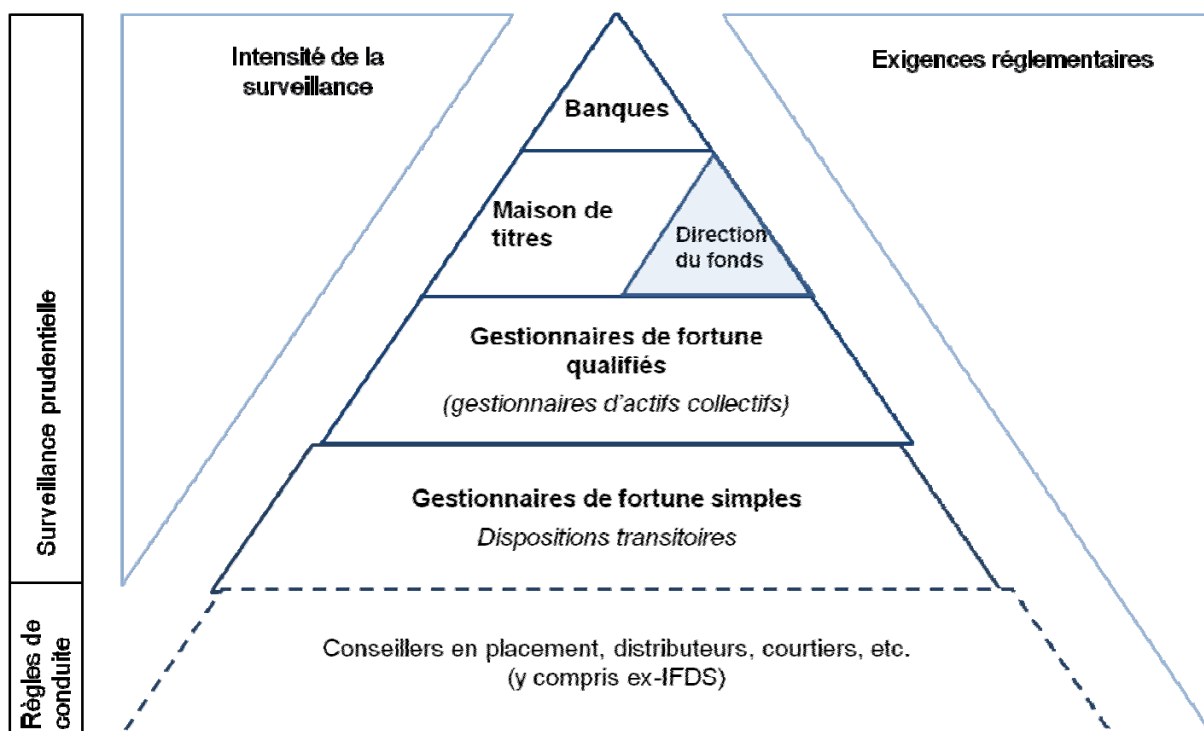
Par ailleurs, la LEFin prévoit de soumettre également les gestionnaires de fortune indépendants (appelés aussi gestionnaires de fortune externes) à la surveillance prudentielle de la FINMA<sup>9</sup>. Autre nouveauté par rapport à la loi actuelle, le classement des gestionnaires de fortune des institutions de prévoyance suisses (caisses de pension, par ex.) dans la nouvelle catégorie des gestionnaires de fortune qualifiés.

---

<sup>8</sup> Les directions de fonds exercent une forme qualifiée de gestion d'actifs. Elles gèrent en leur propre nom et pour le compte de placements collectifs de capitaux les actifs collectifs de ces derniers. Elles peuvent cependant aussi agir au nom de tiers, en qualité de gestionnaires de fortune.

<sup>9</sup> L'adoption, pour les gestionnaires de fortune, d'une simple obligation d'annoncer ou de s'enregistrer (sans obligation d'obtenir une autorisation, mais assortie d'une surveillance constante après l'annonce/l'enregistrement) se traduirait par l'existence de deux systèmes de surveillance parallèles. L'ensemble des acteurs du marché ne seraient ainsi pas soumis aux mêmes conditions de concurrence. Il n'est en outre pas certain qu'un tel système serait accepté et reconnu comme équivalent sur le plan international. Enfin, les sanctions que la FINMA pourrait prononcer en cas de comportement fautif découvert dans le cadre de ses activités de surveillance prudentielle seraient probablement insuffisantes.

Illustration 3: Vue d'ensemble de la loi sur les établissements financiers



Source: illustration de l'auteur

Les conditions-cadres du secteur financier sont conçues de manière à couvrir la totalité des activités de gestion de fortune. Etant donné que les banques gèrent elles aussi des valeurs patrimoniales pour le compte de tiers, que la gestion de fortune est pour beaucoup de banques l'un des piliers de leur stratégie commerciale et que la Suisse est la première place financière du monde dans le domaine de la gestion de fortune transfrontalière<sup>10</sup>, il est judicieux de transférer la loi sur les banques dans la LEFin. En termes de contenu, toutes les dispositions de la loi sur les banques resteront inchangées. Abstraction faite des considérations juridiques, le transfert de la loi sur les banques dans la LEFin (cf. rapport explicatif) se justifie également pour des raisons économiques. Enfin, ce transfert est le seul moyen de mener à bien la simplification et l'uniformisation visées de la réglementation (cf. ch. 2.2).

## 2.5 Mesures abandonnées

Durant la phase d'élaboration de la LSFin et de la LEFin, on a évalué pour chaque domaine concerné d'autres mesures que celles finalement proposées dans le projet<sup>11</sup>. Toutes ont été abandonnées pour des raisons objectives (protection insuffisante des clients ou incompatibilité avec les exigences internationales).

### Mesures abandonnées concernant la loi sur les services financiers (LSFin)

- Une interdiction des produits structurés pour les clients privés restreindrait excessivement la liberté de choix de ces derniers. Elle pourrait en outre être contre-productive sur le plan du fonctionnement des marchés financiers.

<sup>10</sup> Selon le rapport «Global Wealth 2013 – Maintaining momentum in a complex world» de Boston Consulting Group (BCG), la Suisse est le premier marché financier du monde pour les services de gestion de fortune transfrontalière.

<sup>11</sup> Cf. le rapport du 18 février 2013 destiné à l'audition concernant le projet de loi sur les services financiers (LSFin). Source: <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/31591.pdf>.

- Une interdiction des rémunérations reçues de tiers (rétrocessions) porterait gravement atteinte à la liberté économique des entreprises. La solution proposée consistant à imposer une obligation de divulgation permet également d'atténuer le problème des conflits d'intérêts, sans pour autant restreindre cette liberté.
- L'instauration d'une obligation d'établir une succursale pour les prestataires de services financiers étrangers en Suisse pourrait avoir de graves conséquences économiques. Pour la Suisse, en tant qu'économie ouverte, l'accès aux marchés étrangers revêt en effet une grande importance, et cet accès pourrait être remis en cause en cas de restrictions imposées par la Suisse.

### **Mesures abandonnées concernant la loi sur les établissements financiers (LEFin)**

Outre la soumission proposée des gestionnaires de fortune à la surveillance constante de la FINMA ou d'un ou plusieurs organismes d'autorégulation à créer, deux autres réglementations possibles ont été évaluées: une surveillance indirecte par les banques ou l'absence de toute surveillance (ni par la FINMA, ni par des tiers), les gestionnaires de fortune étant néanmoins tenus de respecter les règles de conduite de la LSFin. Ces deux solutions présentaient toutefois des lacunes de conception, si bien que leur examen n'a pas été poursuivi.

- La surveillance indirecte par les banques a été abandonnée pour plusieurs raisons. Elle comportait en particulier un risque d'incitations inappropriées, du fait que, dans certains domaines, les banques peuvent être soit en concurrence directe soit dans une relation de dépendance avec les gestionnaires de fortune (par ex. lorsqu'un gestionnaire de fortune vend exclusivement les produits d'une banque donnée contre perception d'une prime). Il serait impossible, dans un tel système, de garantir une surveillance crédible reposant sur des critères uniformes. Il faudrait en outre craindre l'apparition de doublons (surveillance simultanée par plusieurs banques) ainsi que des difficultés dans l'attribution des responsabilités (à quelle banque incombe la surveillance?). Enfin, la surveillance des gestionnaires de fortune par des organismes privés ne répondrait pas aux normes internationales et, notamment, aux exigences européennes relatives aux gestionnaires de fortune.
- L'idée de renoncer à toute surveillance des gestionnaires de fortune a été abandonnée, car il serait impossible dans ce cas de renforcer efficacement la protection des clients et de garantir l'application et l'observation systématiques de la réglementation proposée. En outre, cela finirait par porter atteinte à la réputation internationale de la place financière suisse. Les gestionnaires de fortune décident en effet seuls du placement de la fortune d'un client dans le cadre des objectifs et de la stratégie de placement définis avec ce dernier. Le client doit donc pouvoir se fier au fait que les règles inscrites dans la LSFin sont effectivement et systématiquement respectées. Or, cette assurance ne peut lui être donnée que moyennant une surveillance constante des gestionnaires de fortune.

### 3 Evolution internationale

Au niveau international, on assiste non seulement au développement de la réglementation internationale concernant la protection financière des clients dans le domaine financier (ch. 3.1), mais aussi à l'adoption de nouvelles lois ou à la révision du droit existant dans de nombreux Etats ou juridictions nationales (ch. 3.2).

#### 3.1 Principes de l'OCDE en matière de protection des clients

Lors du sommet qu'il a tenu à Cannes, en novembre 2011, le G20 a adopté dix principes généraux de protection des clients, élaborés dans le cadre de l'OCDE (*High-Level Principles on Financial Consumer Protection and Education*). Tous les Etats membres de l'OCDE et du G20 ont été invités à s'en inspirer pour réglementer la protection des clients dans le domaine financier<sup>12</sup>. Ces principes – qui n'ont actuellement pas force obligatoire – s'appliquent à tous les secteurs des marchés financiers.

En août 2013, l'OCDE avait déjà élaboré (en collaboration avec les principales parties prenantes, telles que les organisations de l'industrie et les organisations de protection des consommateurs) des directives d'application relatives aux principes 4, 6 et 9. Les directives d'application concernant les autres principes sont en cours d'élaboration.

Le premier principe concerne le cadre juridique, réglementaire et de surveillance. La protection des consommateurs dans le domaine financier doit faire partie intégrante du cadre juridique, réglementaire et de surveillance et tenir compte des caractéristiques des marchés financiers nationaux ainsi que des développements observés à l'échelle mondiale. Le but est de protéger les consommateurs de services financiers de la façon la plus large et complète possible contre les abus ou les erreurs.

Le deuxième principe concerne le rôle et les tâches de l'autorité de surveillance. Il y a lieu de mettre en place une autorité de surveillance indépendante, explicitement chargée de veiller à la protection des consommateurs et dotée des pouvoirs et des ressources nécessaires à l'exécution de son mandat. Cette autorité doit coopérer avec d'autres autorités sur les plans tant national qu'international. Enfin, il faut favoriser la mise en place d'une surveillance des services financiers transfrontaliers qui soit elle aussi transfrontalière.

Le troisième principe vise à assurer le traitement juste, équitable, proportionné et approprié des consommateurs par les acteurs des marchés financiers. Cette règle de conduite générale doit faire partie intégrante de la culture d'entreprise des prestataires de services financiers. Les besoins des groupes vulnérables de consommateurs doivent en outre faire l'objet d'une attention particulière.

Le quatrième principe concerne l'obligation d'information des prestataires de services financiers. Ces derniers doivent communiquer aux consommateurs des informations complètes, objectives et appropriées sur les caractéristiques, les avantages et les risques liés à leurs produits. Ils doivent également les informer de tout éventuel conflit d'intérêts. Ces obligations en matière d'information valent aussi pour les prospectus concernant les produits financiers. Dans ce contexte, l'information doit tenir compte également des profils personnel et professionnel des consommateurs, ainsi que de la diversité de leurs besoins de protection.

---

<sup>12</sup> En juillet 2012, le Conseil de l'OCDE a intégré ces principes généraux dans une recommandation valable pour tous les Etats membres de l'organisation.

Le cinquième principe régit la formation et le perfectionnement des acteurs des marchés financiers. Ces derniers doivent tous avoir la possibilité de se former et de se perfectionner dans le domaine de la protection des clients. Il s'agit en particulier de promouvoir la diffusion aussi large que possible de connaissances sur les droits et les obligations relevant de la protection des consommateurs et de développer les capacités de ces derniers à évaluer de façon réaliste les produits financiers. Des programmes spécifiques de formation et d'éducation doivent en outre être mis à la disposition des groupes vulnérables de consommateurs de produits financiers.

Le sixième principe porte sur la responsabilité des prestataires de services financiers. Ces derniers doivent être conscients de leurs responsabilités en relation avec les prestations qu'ils fournissent soit directement soit par le truchement d'un intermédiaire mandaté par eux. Pour être à même d'assumer ces responsabilités, ils doivent veiller en particulier à la formation et au perfectionnement appropriés de leurs collaborateurs. Il leur incombe en outre d'éviter autant que possible tout conflit d'intérêts avec leurs clients. Enfin, la structure de rémunération des prestataires de services financiers doit être conçue de manière à favoriser la protection des consommateurs et, si nécessaire, être portée à la connaissance des clients qui en feraient la demande.

Selon le septième principe, les consommateurs et leurs valeurs patrimoniales doivent être protégés contre l'escroquerie, le détournement et autres abus par des mesures organisationnelles ou juridiques appropriées.

Le huitième principe concerne la protection des données. Les données des clients doivent être protégées par des mesures de contrôle et de sauvegarde appropriées. De plus, le but dans lequel les données sont collectées, sauvegardées, utilisées, traitées et transmises doit être clairement défini à l'avance et communiqué aux clients. Enfin, les prestataires de services financiers doivent informer les clients de tous leurs droits en relation avec la protection des données.

Le neuvième principe porte sur la protection des consommateurs sur le plan procédural. Les consommateurs doivent avoir accès à des procédures de médiation et, subsidiairement, à des procédures judiciaires indépendantes, justes, rapides, efficaces, faciles d'accès, peu coûteuses et appropriées. De plus, les prestataires de services financiers doivent fournir des informations sur leurs procédures internes d'enregistrement et de traitement des réclamations.

Selon le dixième et dernier principe, la concurrence sur les marchés financiers (aux niveaux tant national qu'international) est un élément essentiel de la protection des clients. Il s'agit donc d'encourager la concurrence sur les marchés du monde entier, afin d'offrir aux consommateurs le plus grand choix possible de produits et de services financiers. Du point de vue de la protection des consommateurs, la concurrence a pour effet d'améliorer la qualité des produits et des services financiers et de promouvoir l'innovation. Enfin, les consommateurs doivent être informés des produits et des services qui leur sont proposés de manière à pouvoir les comparer entre eux et, le cas échéant, changer de prestataire aisément et à moindres frais.

### **3.2 Vue d'ensemble de la réglementation de la protection des clients à l'étranger**

On ne saurait élaborer les nouvelles réglementations concernant les établissements financiers (LEFin) et les services financiers (LSFin), ni en analyser l'impact, sans comparaison avec la situation prévalant sur les places financières étrangères. La nécessité d'étoffer la réglementation en vigueur se fait sentir dans de nombreux pays, y compris dans l'UE, où l'on



a décidé de remplacer l'actuelle directive concernant les marchés financiers (MiFID) par une nouvelle directive plus étendue, la MiFID II. Cette nouvelle directive est un point de référence important pour la Suisse, car elle prévoit que les prestataires de services financiers d'un pays tiers ne pourront fournir de services transfrontaliers à des clients professionnels dans les Etats membres de l'UE que si le pays tiers concerné dispose d'une attestation d'équivalence de sa réglementation avec celle de l'UE. De plus, chaque Etat membre de l'UE restera libre de soumettre ou non le démarchage actif de clients privés sur son territoire par des établissements financiers de pays tiers à la condition de l'établissement d'une succursale sur place et à celle de l'application de la MiFID II. La comparaison ci-après porte non seulement sur les approches réglementaires des principales places financières concurrentes de la Suisse, à savoir le Royaume-Uni, Singapour, le Luxembourg et les Etats-Unis, mais encore sur celles des Pays-Bas, du Danemark, de l'Allemagne, de l'Italie et de la France (voir aussi l'annexe Comparaison avec l'étranger).

### **Cercle des assujettis à la surveillance**

Les gestionnaires de fortune sont soumis à une surveillance prudentielle ou du moins à une obligation d'enregistrement dans tous les pays examinés. Les Etats-Unis ne possèdent pas de réglementation uniforme couvrant tous les prestataires de services financiers. Plusieurs lois<sup>13</sup> et règlements y régissent la surveillance selon divers critères distinctifs, tels que la forme juridique ou le siège de la société, le genre d'activité, la forme commerciale (banque, assurance ou gestionnaire de fortune) ou encore le type de fonds sous gestion. L'application des lois est du ressort de divers organismes de régulation, dont certains sont compétents au niveau d'un Etat de l'Union et d'autres au niveau national.

Comme les gestionnaires de fortune, les conseillers en placement sont soumis à une surveillance prudentielle et à l'obligation d'obtenir une autorisation dans la plupart des pays pris en considération. C'est le cas en particulier au Luxembourg, en Allemagne et à Singapour. En France, ils ne doivent pas obligatoirement être agréés par une autorité de surveillance, mais sont alors tenus d'adhérer à un organisme d'autorégulation reconnu. Cette réglementation est certes contraire à la MiFID, mais la France a fait usage dans ce cas de la possibilité de faire valoir une exception nationale facultative. Soulignons que les conseillers en placement sans agrément ne disposent pas du passeport européen qui leur permettrait de fournir leurs services dans tous les Etats membres de l'UE et ne peuvent donc opérer qu'en France. A Singapour, la surveillance et la réglementation applicables aux gestionnaires de fortune et aux conseillers en placement sont identiques, mais inscrites dans deux lois distinctes<sup>14</sup>. Enfin, aux Etats-Unis, l'autorisation d'exercer et la surveillance des prestataires de services financiers sont régies par un grand nombre de réglementations différentes, assorties chacune de sa propre autorité de régulation. Il existe cependant une obligation d'enregistrement pour tous les conseillers en placement (*investment adviser*) servant des clients dans plus d'un Etat de l'Union. Chaque Etat peut en outre édicter des règles dérogeant à la réglementation nationale pour les conseillers à la clientèle qui n'opèrent que sur leur territoire.

### **Comportement et organisation des prestataires de services financiers**

Au sein de l'UE, les obligations de diligence et d'information vis-à-vis des clients ainsi que les contrôles du caractère approprié et de l'adéquation sont réglés dans la MiFID. Au Royaume-Uni, on a adopté des recommandations supplémentaires (programme *Treating Customers Fairly*, TCF) et précisé les obligations d'information concernant les entreprises,

---

<sup>13</sup> Les lois les plus importantes sont les suivantes: *Securities Act* (1933), *Securities Exchange Act* (1934), *Investment Company Act and Investment Advisers Act* (1940), *Sarbanes-Oxley Act* (2002), *Dodd-Frank Act* (2010), *Jumpstart Our Business Startups Act* (2012).

<sup>14</sup> Les gestionnaires de fortune sont soumis au *Security and Futures Act* et les conseillers en placement au *Financial Advisers Act*.

les services et les coûts (*Conduct of Business Sourcebook, COBS*). A Singapour, les obligations de diligence sont réglées dans le *Securities and Futures Act* et la vérification du caractère approprié et de l'adéquation sont également obligatoires. Quant aux Etats-Unis, ils soumettent eux aussi les négociants en papiers-valeurs et les conseillers en placement à certaines obligations de diligence et de loyauté. De plus, tant Singapour que les Etats-Unis prévoient des obligations d'informer les clients sur les risques et les coûts des produits.

Au sein de l'UE, les obligations de documentation et d'établissement de procès-verbaux seront réglées à l'avenir dans la MiFID II et prévoient que les prestataires de services financiers devront documenter l'exécution des transactions clients ainsi que la vérification du caractère approprié et de l'adéquation. En Allemagne et au Danemark, il existe déjà une large obligation d'établissement de procès-verbaux, alors que dans d'autres pays, par exemple en France, seul l'accord entre le client et l'entreprise d'investissement doit être consigné par écrit. Au Royaume-Uni, un cahier des charges indique en détail quels contacts téléphoniques ou électroniques doivent être documentés. A Singapour, les clients sont aussi protégés contre les abus à la faveur d'obligations de documentation et d'établissement de procès-verbaux. Enfin, certaines obligations de documentation sont prévues aux Etats-Unis également.

Les rétrocessions sont interdites au Royaume-Uni depuis le 31 décembre 2012 et aux Pays-Bas depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014. Dans les autres Etats membres de l'UE, elles font l'objet d'une obligation de divulgation, conformément à la MiFID.

### **Formation des conseillers à la clientèle**

Hormis le Luxembourg, qui se contente de la formulation assez vague de «connaissances appropriées» figurant dans le guide de bonnes pratiques n° 3 de l'AEMF, tous les pays examinés connaissent une obligation de formation, sous une forme ou une autre. Ceux où les exigences en la matière sont les plus détaillées et, qui plus est, différenciées par domaine d'application sont le Royaume-Uni et les Etats-Unis, ces derniers obligeant en outre les conseillers à la clientèle à s'enregistrer dans chaque Etat où ils ont l'intention d'opérer. En Allemagne, les conseillers à la clientèle, les responsables de la conformité et les chargés de la distribution ne peuvent exercer leur activité qu'après avoir prouvé qu'ils possèdent les qualifications nécessaires, tandis qu'à Singapour, les gestionnaires de fortune sont tenus de passer un test unique. Des obligations de perfectionnement existent aux Pays-Bas (examens tous les trois ans), en France (certificat valable pendant seulement deux ans) et au Royaume-Uni (au moins 35 heures de formation par année). Dans ces trois pays, il incombe à l'autorité de surveillance de vérifier les connaissances des règles de conduite.

### **Activités transfrontalières**

Au sein de l'UE, la réglementation de la fourniture transfrontalière de services financiers est actuellement de la compétence des Etats membres. La France, par exemple, règle le démarchage en l'interdisant à tous les prestataires de services financiers d'Etats non membres de l'UE, donc y compris des Etats membres de l'AELE (Norvège, Liechtenstein, Islande et Suisse). Quant à la fourniture de services financiers à proprement parler, elle n'y est autorisée qu'aux prestataires agréés dans l'EEE. Ceux des Etats tiers sont tenus de créer une filiale en France.

En ce qui concerne la fourniture de services financiers aux clients privés, la MiFID II prévoit de maintenir le statu quo (réglementations nationales). Les règles harmonisées de cette nouvelle directive ne s'appliqueront que si l'Etat membre exige l'établissement d'une succursale. Pour les clients professionnels, la MiFID II prévoit en revanche de nouvelles règles harmonisées: si la Commission européenne reconnaît l'équivalence de la réglementation et de la surveillance d'un Etat tiers, les prestataires de services financiers de cet Etat pourront, après s'être immatriculés auprès de l'AEMF, servir des clients professionnels dans toute l'UE (passeport européen) sans avoir à y établir de succursale.

A Singapour, l'accès des prestataires étrangers de services financiers à la fourniture transfrontalière de services est réglée secteur par secteur. L'agrément est accordé sur la base d'un examen individuel du demandeur et l'autorité chargée de l'octroi des autorisations et de la surveillance dispose d'une importante marge d'appréciation en matière de délivrance des licences. Aux Etats-Unis, les entreprises et les personnes ayant leur siège à l'étranger ne peuvent en principe pas s'enregistrer ni obtenir de licence. Des exceptions peuvent être prévues dans des accords de libre-échange.

### **Documentation concernant les produits**

Dans toute l'UE, on observe les obligations en matière de prospectus (Informations clés pour l'investisseur) conformes à la directive européenne sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM IV). Aux Etats-Unis, les produits doivent être enregistrés auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) ainsi qu'auprès des autorités de chaque Etat où ils sont proposés. Singapour ne connaît pas encore d'obligations en la matière, mais des discussions sont en cours pour en adopter.

Le contrôle de la documentation et des prospectus concernant les produits est assuré par l'autorité de surveillance compétente. Les offres de produits sont publiées sur les sites Internet des sociétés d'investissement concernées. En Allemagne, elles le sont aussi sur le site de l'autorité de surveillance (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bafin). Les prescriptions en matière de publicité exigent généralement que le prospectus soit correct, clair et cohérent. En particulier, la publicité ne doit pas contenir d'affirmations trompeuses. Les responsabilités en matière de documentation relèvent du droit civil ou ne sont pas réglées spécifiquement.

### **Application du droit**

Dans tous les pays examinés, il existe un organe de médiation auquel les clients insatisfaits peuvent s'adresser. Des tribunaux arbitraux ont en outre été institués aux Pays-Bas (Dutch Securities Institute), en Italie (Camera di conciliazione e Arbitrato, rattachée à la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, autrement dit l'autorité de régulation du marché des titres) et aux Etats-Unis (Financial Industry Regulatory Authority). Il existe par ailleurs différents modèles de financement des frais de procédure. Au Luxembourg, la procédure est gratuite pour les clients, qui ne doivent par ailleurs payer les éventuels frais d'avocat que s'ils perdent la cause. En Allemagne, on accorde l'assistance judiciaire usuelle, à savoir le versement d'une avance aux personnes économiquement faibles, pour autant que leur plainte ait des chances de succès. Au Royaume-Uni, le système de médiation est en principe gratuit pour les clients, le financement étant assuré par les entreprises tenues de s'y affilier. A Singapour, la saisine du Financial Industry Disputes Resolution Centre est également gratuite pour les clients.

## 4 Conséquences économiques

Le présent chapitre est consacré aux conséquences économiques du projet global. A ce propos, il convient de relever que les prestataires de services financiers sont déjà confrontés à un changement structurel en matière de gestion de fortune et de conseils en placement. De nombreux clients ont perdu confiance depuis la crise financière. La concurrence s'est vraisemblablement renforcée pour l'acquisition de mandats de gestion de fortune. Selon Bircheler et al. (2012), les banques suisses ont enregistré entre 2007 et 2010 un recul des avoirs gérés pour le compte des clients et une diminution de leurs profits à ce titre<sup>15</sup>. Cette évolution auprès des banques a certainement touché aussi les gestionnaires de fortune. De plus, les conditions cadres encore attrayantes qu'offre la Suisse sont de plus en plus contestées par la communauté internationale. Pour ce qui est des gestionnaires de fortune, la remise en cause de ces conditions cadres concerne principalement deux domaines: d'une part, sur le plan mondial, l'échange de renseignements à des fins fiscales devrait devenir la norme plus rapidement que prévu. D'autre part, l'harmonisation croissante du droit de l'UE ne permet plus d'exclure à moyen terme une dégradation des conditions d'accès aux marchés pour la fourniture transfrontalière de services financiers.

Ce changement structurel en cours n'a pas de lien avec la LSFin ou la LEFin, raison pour laquelle il faut, dans la mesure du possible, faire abstraction de ce changement dans l'analyse des conséquences économiques du projet législatif. Sont dès lors pertinentes les seules conséquences économiques supplémentaires induites par la LSFin ou la LEFin.

### 4.1 Coût et utilité des diverses mesures

L'analyse coût/utilité des diverses mesures suit l'ordre des actes normatifs proposés: les ch. 4.1.1 à 4.1.5 sont consacrés aux mesures prévues dans la loi sur les services financiers (LSFin), et le ch. 4.1.6 à celles proposées dans la loi sur les établissements financiers (LEFin).

#### 4.1.1 Comportement et organisation des prestataires de services financiers (LSFin)

##### A) Règles de conduite

L'application des règles de conduite occasionnera certains coûts administratifs aux prestataires de services financiers. De même, des dépenses courantes supplémentaires résulteront du relèvement des émoluments au titre de la surveillance prudentielle liée au contrôle du respect des règles de conduite par la FINMA ou un organisme de surveillance. Parmi les avantages, on peut citer la qualité potentiellement accrue des services, le renforcement de la confiance dans les prestataires de services financiers et la réduction des asymétries d'information entre ces derniers et les clients.

##### Obligations de loyauté et de diligence

La LSFin prescrit que la fourniture de services financiers doit servir au mieux les intérêts du client, et impose aux prestataires des obligations quant à leurs connaissances techniques, à leur diligence et à leur conscience professionnelle. Des prescriptions analogues existent également dans d'autres professions comme celle des avocats<sup>16</sup>. L'inscription dans la loi des obligations de loyauté et de diligence est susceptible de renforcer la confiance vis-à-vis des

---

<sup>15</sup> Selon Bernet, Hoffmann et Mattig (2008), 2 500 gestionnaires de fortune étaient actifs en Suisse en 2007 et occupaient plus de 9 000 collaborateurs. Le recul de leur nombre à 2 300 enregistré depuis semble découler des conséquences de la crise financière et de l'accélération du changement structurel dans la branche de la gestion de fortune.

<sup>16</sup> Loi fédérale sur la libre circulation des avocats, LLCA, art. 12.

prestataires de services financiers. On tient compte à cet égard du fait que ces derniers portent une responsabilité considérable puisqu'il s'agit de la fortune de clients privés (par ex. des avoirs de vieillesse). La mesure ne devrait guère entraîner de coûts supplémentaires car le comportement prescrit est courant ou fait déjà l'objet de règles définies dans le cadre de l'autorégulation<sup>17</sup>.

### Obligation d'information

L'obligation d'information vise à atténuer certaines asymétries entre le client et le prestataire de services financiers. Le client peut mieux évaluer la qualité de la prestation offerte et identifier certaines structures incitatives (financières) éventuelles au niveau du prestataire de services financiers (par ex. des rétrocessions). Ces rémunérations de tiers devront à l'avenir être publiées, sous une forme explicite et univoque. Dans la pratique, rien ne change pour le prestataire de services financiers, car il doit déjà respecter en droit civil ses obligations de loyauté, de diligence et d'information (cf. la section consacrée aux conflits d'intérêts).

L'utilisation du terme «indépendant» est réglée dans la LSFin. Jusqu'ici, les clients ne pouvaient pas toujours avoir la certitude qu'un prestataire de services financiers était réellement indépendant. En vertu de la réglementation proposée, les prestataires de services financiers indépendants ne pourront plus percevoir de rémunérations de tiers sans les transférer à leurs clients. On définit ainsi un signe distinctif dont le prestataire indépendant peut se prévaloir. En contrepartie, les clients n'auront plus aucune raison de douter de l'indépendance de leur prestataire de services financiers. La nouvelle réglementation n'entraînera directement aucun coût supplémentaire. Indirectement en revanche, on pourrait assister à une adaptation structurelle des tarifs des prestataires indépendants, de sorte que les clients seront plus souvent invités à payer des frais pour les conseils reçus.

L'obligation d'information devrait également atténuer d'éventuelles asymétries d'information relatives au risque de contrepartie. Des risques de cette nature existent pour de nombreux instruments financiers ou pour les prêts de titres provenant des portefeuilles des clients. Le risque que la contrepartie (la banque) devienne insolvable avant la conclusion d'un swap, par exemple, était jugé pratiquement nul avant la crise financière, et nombreux étaient ceux qui n'en étaient pas conscients. On ne pouvait presque pas s'imaginer que même de grandes banques puissent devenir insolubles et mettre ainsi en péril les avoirs de leurs clients. En vertu de la LSFin, les clients devront être dûment informés de tels risques.

### Vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services financiers

Une vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services financiers proposés aux clients privés et professionnels est pertinente car des analyses empiriques ont révélé de fréquentes lacunes en ce qui concerne des notions de base comme la diversification des risques<sup>18</sup>. C'est notamment le cas des participants présentant certaines caractéristiques socio-économiques (bas revenus, peu de qualifications, âge et sexe)<sup>19</sup>. Souvent, on constate

---

<sup>17</sup> En ce qui concerne les mandats de gestion de fortune, les banques et les gestionnaires de fortune sont tenus, en vertu des directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune ou des règles de conduite de l'ASG (toutes deux reconnues par la FINMA), d'établir un profil de risque du client ou de veiller en tout temps à la conformité de la stratégie de placement avec les objectifs d'investissement du client. Ils doivent de plus garantir une conduite des affaires irréprochable, veiller à l'intégrité du marché et défendre les intérêts légitimes des clients en toute loyauté.

<sup>18</sup> Selon Brown et Graf (2013), plus de 25 % des 1500 personnes interrogées en Suisse dans le cadre d'une enquête sur la diversification des risques ont répondu de façon erronée ou par «ne sait pas» aux questions ci-après: parmi les investissements suivants, lequel est le moins risqué: a) un investissement dans une seule action, b) un investissement dans un fonds ou c) ne sait pas. Lors d'enquêtes analogues effectuées dans d'autres pays, la part des réponses fausses ou des «ne sait pas» était même généralement plus élevée. Cf. également Lusardi et Mitchell (2014).

<sup>19</sup> Selon Brown et Graf (2013), les femmes ont en moyenne fourni davantage de réponses erronées à des questions fondamentales en matière de finances et ont donc manifestement moins de connaissances que les

aussi un écart entre l'autoévaluation et la réalité en ce qui concerne les connaissances fondamentales dans le domaine financier<sup>20</sup>, ce qui peut encore compliquer la vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services financiers.

La plupart des prestataires de services financiers vérifient probablement déjà avec leurs clients l'adéquation et le caractère approprié de leurs services, en se fondant notamment sur les directives édictées dans le cadre de l'autorégulation. Dès lors, la différence principale avec la nouvelle situation est qu'il ne s'agit plus d'autorégulation par la branche mais d'une régulation au niveau législatif. Une vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services financiers est explicitement prévue par les Directives concernant le mandat de gestion de fortune de l'Association suisse des banquiers (ASB)<sup>21</sup>, de même que par les Règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds et les Règles de conduite pour gestionnaires de fortune de placements collectifs de capitaux de la Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA)<sup>22</sup>. Par ailleurs, l'Association suisse des gérants de fortune (ASG) a édicté dans le cadre de l'autorégulation le Code suisse de conduite relatif à l'exercice de la profession de gérant de fortune indépendant<sup>23</sup>, reconnu par la FINMA. Enfin, le code des obligations comporte certaines dispositions générales concernant l'accomplissement des mandats. Pour les prestataires de services financiers transfrontaliers opérant dans l'UE, indépendamment de leur taille et de leur forme organisationnelle, les règles de conduite prévues par la MiFID sont déjà *de facto* applicables<sup>24</sup>. La qualité des prestations devrait s'améliorer pour les clients qui recourent aujourd'hui aux services des conseillers à la clientèle ne procédant pas encore, ou pas systématiquement, à la vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services financiers. Dans la vérification de l'adéquation, la prise en compte de l'ensemble du portefeuille est déterminante. En ce qui concerne les affaires de simple exécution (*execution only*), la LSFin n'impose aucune vérification du caractère approprié des services financiers.

#### Obligation d'établir des documents et de rendre des comptes

La loi prescrit dorénavant que les prestataires de services financiers documentent leurs contacts avec les clients et informent ces derniers des prestations fournies. Il faut partir de l'idée qu'en principe, les établissements financiers documentent déjà leurs contacts avec la clientèle<sup>25</sup>. On peut envisager un effet positif sur les prestataires qui ne les documentent pas encore ou de façon limitée en favorisant la systématisation, partant un aménagement plus concret du processus client (par ex. grâce à la GRC: gestion des relations avec la clientèle, ou CRM [*Customer Relationship Management*]), et finalement un gain de rationalité.

---

hommes dans ce domaine. De plus, des jeunes (20 à 30 ans) et des personnes plus âgées (61 à 74 ans) ont fourni un nombre de réponses erronées supérieur à la moyenne. Le plus grand nombre de réponses fausses est le fait de participants d'origine étrangère.

<sup>20</sup> Cf. Lusardi et Mitchell (2014), p. 15 s.

<sup>21</sup> [http://shop.sba.ch/999918\\_f.pdf](http://shop.sba.ch/999918_f.pdf) (23 janvier 2014).

<sup>22</sup> <https://www.sfama.ch/self-regulation/codes-of-conduct> (23 janvier 2014).

<sup>23</sup> [http://www.vsv-asg.ch/uploads/file/Selbstregulierung/franzoesisch/VSV\\_Standesregeln\\_F.pdf](http://www.vsv-asg.ch/uploads/file/Selbstregulierung/franzoesisch/VSV_Standesregeln_F.pdf) (mai 2014).

<sup>24</sup> Les accords de Lugano (révisés) ratifiés par la Suisse règlent la compétence juridictionnelle, de même que la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale. En vertu de ces accords, les consommateurs de services financiers peuvent agir soit devant les tribunaux de l'Etat où se trouve le siège du prestataire, soit devant ceux de son domicile. En cas d'action engagée par un client de l'UE, les dispositions de l'Etat de domicile en matière de protection des consommateurs seraient applicables, conformément au règlement «Rome 1».

Cf. également Birri, Zünd (2011), «Das revidierte Lugano-Übereinkommen als zusätzliches Risiko im grenzüberschreitenden Geschäft der Privatbanken?», KPMG, à l'adresse <http://www.kpmg.com/CH/de/Library/Articles-Publications/chancen-und-risiken-2010-11/Documents/pub-20110802-lugano-uebereinkommen-chancen-risiken-birri-zuend-de.pdf> (5 mai 2014).

<sup>25</sup> Les «objectifs entreprise» définis par l'Association suisse des banquiers (ASB) prévoient que les futurs employés de banque se doivent de documenter de manière claire les contacts avec les clients au moyen des documents appropriés. Cf. [http://www.swissbanking.org/fr/bank\\_d\\_lz-kat\\_23.09.2011\\_final.pdf](http://www.swissbanking.org/fr/bank_d_lz-kat_23.09.2011_final.pdf) (mars 2014).

L'obligation de rendre des comptes permet de limiter les risques juridiques tant pour le client que pour le prestataire de services financiers, tout en précisant qu'aujourd'hui déjà, la traçabilité est un élément essentiel de toute relation sérieuse avec les clients. Par exemple, une obligation d'inventaire existe en matière de placements collectifs de capitaux<sup>26</sup>. Les prestataires de services financiers peuvent encore bénéficier d'un autre avantage en ayant la possibilité de prouver qu'ils ont vérifié l'adéquation et le caractère approprié de leurs services, et qu'ils ont conseillé leurs clients en conséquence. Cette documentation pourrait être utilisée comme moyen de preuve dans le cadre d'un éventuel procès civil. En fonction de la forme de cette obligation, il faudra peut-être faire face à quelques modestes frais administratifs pour satisfaire aux exigences légales (par ex. pour garantir la traçabilité).

#### Transparence et diligence en matière d'ordres des clients

Les obligations de transparence et de diligence en matière d'ordres de la clientèle doivent garantir que ces ordres soient exécutés au mieux (sous l'angle financier, temporel et qualitatif), en particulier qu'ils soient traités rapidement et selon leur ordre d'arrivée. On évite de la sorte le *front running* et des distorsions du marché ou de la formation des prix. On entend par *front running* et *parallel running* l'exploitation préalable ou concomitante de fluctuations de cours résultant d'ordres de clients à exécuter. Ces opérations préalables ou parallèles sont un moyen de tirer directement et financièrement profit des fluctuations de cours déclenchées par les ordres des clients<sup>27</sup>. Les prestataires de services financiers doivent élaborer des directives internes précisant la manière d'exécuter les ordres de la clientèle et doivent veiller au respect de ces prescriptions. Ils encourront éventuellement des frais à ce titre.

Pour assurer la protection de la clientèle, des titres ne peuvent être prêtés (prêt/emprunt de titres, ou *securities lending*) qu'avec le consentement des clients<sup>28</sup>. Les clients non professionnels doivent même signifier leur accord par écrit. Les prêts/emprunts non couverts d'instruments financiers de la clientèle sont totalement interdits. La réglementation en matière de prêts de titres reflète la pratique de surveillance en vigueur. En vertu de la circulaire 2010/2 de la FINMA, le client (privé) doit déjà donner son consentement par écrit. Des prêts de titres non couverts d'instruments financiers de clients privés sont d'ores et déjà interdits. Globalement, les interventions de l'Etat dans le fonctionnement du marché comptent parmi les plus sévères; elles peuvent avoir des conséquences indésirables et doivent par conséquent être dûment justifiées. Dans le cas présent, l'interdiction est motivée par les risques accrus que présentent les affaires non couvertes pour les clients privés: le droit aux intérêts et aux dividendes passerait à l'emprunteur, de même que les droits de vote lors de l'assemblée générale.

#### Clients institutionnels

Abstraction faite des devoirs de loyauté, d'information et d'indépendance, de même que des obligations de rendre des comptes, aucune règle de conduite n'est imposée vis-à-vis des clients institutionnels. Une vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services

---

<sup>26</sup> Cf. [Directives relatives à l'obligation d'inventaire selon l'art. 24, al. 3 de la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux](#) édictées par l'ASB.

<sup>27</sup> FINMA <http://www.finma.ch/f/faq/beaufsichtigte/pages/faq-marktverhalten.aspx> (23 janvier 2014).

<sup>28</sup> Le prêt/emprunt de titres consiste pour le prêteur (*lender*) à prêter des titres à l'emprunteur (*borrower*) contre une commission de prêt déterminée (*lending fee*). L'emprunteur acquiert la propriété des titres empruntés, et donc le droit d'en disposer librement. Le transfert de propriété entraîne également le transfert des droits à intérêts et dividendes à l'emprunteur, l'usage étant que ce dernier verse au prêteur une prestation de remplacement (versement compensatoire ou *manufactured payment*) pour le rendement de ces titres. L'emprunteur se voit également transférer les droits de vote liés aux actions empruntées. En revanche, le risque de prix du marché continue de peser sur le prêteur, qui peut prétendre à la restitution réelle des titres mais non à la préservation de leur valeur. Dans le cadre du prêt/emprunt de titres couvert, l'emprunteur fournit au prêteur une sûreté, habituellement sous forme de numéraire, de titres ou de garanties de tiers.

financiers n'est pas nécessaire auprès des clients institutionnels. Ces allègements de la protection de la clientèle pour cette catégorie de clients tiennent compte du fait que leurs besoins de protection sont moindres par rapport à ceux des clients privés. En particulier, l'asymétrie de l'information est moins marquée car les connaissances du fonctionnement du marché financier sont plus étendues.

## **B) Organisation**

Selon leur forme juridique, les entreprises (par ex. les sociétés anonymes) doivent déjà se plier à certaines prescriptions organisationnelles. Les nouvelles règles ne devraient entraîner que des charges supplémentaires marginales pour les moyennes et grandes entreprises, respectivement celles qui sont déjà soumises à surveillance. La réglementation visant à éviter les conflits d'intérêts permet aux clients de prendre de meilleures décisions et améliore leur sécurité juridique.

### Mesures organisationnelles

Le respect des obligations imposées par la LSFin exige des prestataires de services financiers qu'ils édictent des prescriptions internes et qu'ils disposent d'une organisation adéquate. De plus, ils doivent veiller à ce que leur personnel et notamment leurs conseillers à la clientèle aient les connaissances et aptitudes nécessaires, et qu'ils soient inscrits au futur registre des conseillers à la clientèle. Lorsqu'ils recourent à des tiers, les prestataires de services financiers sont également responsables que ces derniers satisfassent aux mêmes conditions que celles imposées à leur propre personnel, ce qui n'aura guère d'incidence sur les coûts mais améliorera la sécurité juridique pour les clients<sup>29</sup>. Une conséquence possible de cette réglementation pourrait être que les prestataires de services financiers fournissent plutôt eux-mêmes une prestation au lieu de la déléguer, du fait qu'ils sont mieux à même d'évaluer leur propre personnel qu'un tiers (limitation des risques). Cela pourrait accroître la pression concurrentielle sur les prestataires de services financiers, notamment sur les gestionnaires de fortune et les conseillers en placement, car moins d'affaires leur seraient déléguées.

### Conflits d'intérêts

Globalement, la publication des rémunérations de tiers améliore la sécurité juridique pour les clients. La FINMA, responsable de l'exécution de la LSFin, veillera à la mise en œuvre cohérente de ces exigences. Pour deux raisons, l'incidence de la publication des rémunérations de tiers sur la composition du portefeuille des clients privés pourrait rester modeste: d'une part, les rémunérations doivent *de facto* déjà être publiées, en vertu de plusieurs arrêts du Tribunal fédéral<sup>30</sup>. D'autre part, cette régulation par les prestataires ne suffit pas à garantir que les clients bénéficiant des meilleurs conseils financiers soient ceux qui en ont le plus besoin<sup>31</sup>.

La réglementation proposée en matière de rémunérations de tiers ne devrait pas occasionner de frais supplémentaires aux établissements financiers. Indirectement, par le biais de l'ordonnance sur les émoluments et les taxes de la FINMA, les frais à ce titre pourraient connaître une légère augmentation parce que les règles de conduite seront déclarées pertinentes sous l'angle du droit de la surveillance.

## **4.1.2 Conseillers à la clientèle**

Sont considérés comme conseillers à la clientèle toutes les personnes physiques qui entrent en contact avec le client et lui proposent ou lui fournissent un service financier. Les conseil-

---

<sup>29</sup> Les gestionnaires de fortune qualifiés doivent déjà répondre à d'autres exigences en matière d'organisation.

<sup>30</sup> Entre autres ATF 137 III 393 et ATF 132 III 460.

<sup>31</sup> Cf. Bhattacharya et al. (2012), p. 45.



lers à la clientèle constituent l'interface entre le prestataire de services financiers et ses clients. Outre les conseillers en placement, il s'agit notamment des intermédiaires d'assurances et des distributeurs. Pour garantir dans la pratique l'application des nouvelles règles de conduite et dispenser des conseils appropriés aux clients lors de la fourniture de services financiers, les conseillers à la clientèle doivent posséder des *connaissances suffisantes en matière de règles de conduite et de compétences techniques*. Par ailleurs, un conseiller à la clientèle ne peut exercer son activité que s'il est inscrit dans un registre public. Les obligations s'appliquent par principe aux conseillers à la clientèle suisses et étrangers qui exercent leur activité en Suisse.

On peut partir du principe qu'une meilleure connaissance des règles de conduite et des compétences techniques favorisent la qualité des services offerts sur le marché. Actuellement, la formation et le perfectionnement revêtent déjà une grande importance pour les prestataires de services financiers. Les règles de déontologie relatives à l'exercice de la gestion de fortune sont transmises par cette voie. Concernant la lutte contre le blanchiment d'argent, la loi précise que les intermédiaires financiers doivent veiller à ce que leur personnel reçoive une formation suffisante<sup>32</sup>. Les incitations monétaires (bonus, promotion de produits déterminés, etc.) peuvent cependant être tout aussi importantes pour la qualité du service que l'application des connaissances suffisantes dans les domaines de formation mentionnés.

#### Registre public

Le registre public vise à garantir l'application systématique des directives de la LSFin. Les clients ont par ailleurs en tout temps la possibilité de dissiper d'éventuels doutes quant aux qualifications et à l'intégrité de leur conseiller à la clientèle, ce qui peut renforcer leur confiance envers ce dernier. Pour le conseiller à la clientèle, l'inscription dans le registre public équivaut à un label de qualité décerné par l'Etat. En ce qui concerne les autorités, les frais augmentent également pour la surveillance et la tenue du registre public et ce, que ces tâches soient assumées par l'autorité de surveillance ou par un organisme tiers désigné. Le financement de ces frais supplémentaires se répercute sur les prestataires de services financiers, sous la forme d'émoluments dus à la FINMA ou de contributions versées à l'organisme tiers désigné.

#### **4.1.3 Activité transfrontalière en Suisse**

La législation en vigueur dans le domaine de la fourniture transfrontalière de services financiers en Suisse peut être qualifiée de libérale<sup>33</sup>. Pour le moment, un gérant de fortune étranger peut offrir ses services sans restrictions à des clients en Suisse, sans devoir s'annoncer auprès de l'autorité de surveillance. La législation actuelle dans ce domaine peut être qualifiée de libérale. Les lois suisses relatives au domaine financier ne s'appliquent que si du personnel est employé sur place. Ainsi, la présence physique d'une personne en Suisse présuppose une affiliation à un organisme d'autorégulation en matière de lutte contre le blanchiment d'argent<sup>34</sup>. Les opérations financières transfrontalières sont sujettes à des restrictions dans le cas des assurances, des produits liés à des fonds et des crédits à la consommation<sup>35</sup>. L'exercice de telles activités requiert une autorisation de la FINMA. Pour l'instauration d'une présence physique durable en Suisse, cette dernière ne prévoyait jusqu'ici pour les opérations bancaires pratiquement pas d'autres restrictions que les conditions d'autorisation applicables aux banques suisses. La loi traite donc de la même

---

<sup>32</sup> Cf. loi sur le blanchiment d'argent, art. 8

<sup>33</sup> Cf. Bizzozero et Robinson (2011), p. 93 s.

<sup>34</sup> Cf. Bizzozero et Robinson (2011), p. 94.

<sup>35</sup> Cf. Bizzozero et Robinson (2011), p. 95 s.

manière les banques étrangères et les banques suisses. Une banque étrangère peut exercer la même activité qu'une banque suisse.

Pour l'activité transfrontalière en Suisse, la LSFin prévoit dans l'ensemble des exigences plus restrictives que jusqu'ici. Les prestataires suisses de services financiers ne seront pas désavantagés par rapport aux prestataires étrangers (*level playing field*) et les clients suisses pourront agir selon le droit suisse. L'application du droit étranger en Suisse est donc exclue dans le cas de la protection des clients. Les établissements financiers étrangers ne doivent notamment pas appliquer des règles de conduite étrangères, mais des règles de conduite suisses et peuvent être poursuivis selon celles-ci même si les règles de conduite étrangères leur sont équivalentes.

Cette réglementation pourrait entraîner une augmentation des frais directs de surveillance. A l'avenir, les sociétés de gestion de fortune étrangères devront satisfaire aux exigences accrues en matière d'enregistrement, s'inscrire dans le registre des conseillers à la clientèle et s'acquitter d'un émolument unique d'enregistrement. Faute d'informations suffisantes, il n'est pas possible d'estimer le nombre des conseillers à la clientèle étrangers concernés.

#### **4.1.4 Documentation concernant les caractéristiques des produits**

##### Prospectus concernant les valeurs mobilières et feuille d'information de base

Grâce à la documentation des caractéristiques des produits prescrite par la loi (obligation d'établir un prospectus), les investisseurs potentiels peuvent se procurer plus efficacement les informations. Les asymétries d'information entre le client et le prestataire de services financiers pourront ainsi être réduites. L'établissement d'une documentation complète sur les produits génère toutefois également des frais.

La réglementation applicable à la feuille d'information de base constitue une mesure efficace pour améliorer durablement l'attrait des produits financiers. La feuille d'information de base permet notamment aux clients privés d'acquérir plus rapidement des informations claires sur de nombreux produits financiers et de trouver plus facilement le produit correspondant à leurs besoins. A cet effet, les informations doivent être le plus claires possible et aisément compréhensibles. L'asymétrie des informations pouvant empêcher le fonctionnement des marchés, cette mesure peut contribuer à améliorer ce dernier (cf. ch. 2.1). Selon des études empiriques, les clients privés sont confrontés dans de nombreux pays à des déficits considérables de connaissances financières<sup>36</sup>. Les ménages privés qui participent au marché des capitaux et détiennent des actions, des obligations ou des parts de placements collectifs de capitaux ont quant à eux affiché des déficits de connaissances significativement moins importants<sup>37</sup>. Cette situation a également été observée en Suisse, aussi importe-t-il que les documents mis à disposition concernant les produits soient généralement compréhensibles, en particulier pour les clients privés<sup>38</sup>.

Selon le droit actuel, il n'est pas nécessaire d'établir une feuille d'information de base pour les obligations. La LSFin prévoit qu'une feuille d'information de base devra désormais également être fournie (en plus du prospectus) lorsque des obligations sont offertes à des clients privés. Cela se traduira par un surcroît de travail pour les établissements financiers. Pour les placements collectifs de capitaux, une feuille d'information de base doit déjà être établie actuellement<sup>39</sup>. Contrairement à ce que prévoit le droit actuel, la feuille d'information de base ne devra être remise obligatoirement qu'aux clients privés. Cela ne devrait cepen-

---

<sup>36</sup> Cf. Lusardi et Mitchell (2014).

<sup>37</sup> Cf. van Rooij, Lusardi et Alessie (2011).

<sup>38</sup> Cf. Brown et Graf (2013).

<sup>39</sup> Art. 5 LPCC.

dant guère avoir d'incidences sur les frais des établissements financiers.

L'obligation d'établir un prospectus pour les actions offertes en souscription publique<sup>40</sup> et les obligations mises en souscription publique en Suisse<sup>41</sup> existe déjà actuellement (cf.

Tableau 1). Le prospectus d'une entreprise cotée en bourse est approuvé par l'opérateur en bourse et correspond à celui de l'UE. Il n'y aura par conséquent pas de changement pour ces entreprises et leurs clients, à part le fait qu'un organe de contrôle autorisé par la FINMA effectuera l'approbation. A l'avenir, un opérateur en bourse pourrait également le faire. Une entreprise non cotée en bourse peut déjà être confrontée actuellement à une obligation (étrangère) d'établir un prospectus si elle offre des actions à l'étranger, par exemple dans l'UE<sup>42</sup>. Il en va autrement pour les entreprises non cotées en bourse axées sur le marché intérieur, qui ne sont actives qu'en Suisse. Le code des obligations règle dans deux articles différents l'obligation d'établir un prospectus pour les actions<sup>43</sup> et pour les obligations<sup>44</sup>. A l'heure actuelle, ces prescriptions ne correspondent cependant pas à celles de l'UE.

Tableau 1: Vue d'ensemble des obligations actuelles et futures d'établir un prospectus selon la LSFin

| Instrument financier  | Prospectus                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                      | Feuille d'information de base                                                                                              |                                                                                            |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
|                       | Actuellement                                                                                                                                                                           | LSFin                                                                                                                                                                | Actuellement                                                                                                               | LSFin                                                                                      |
| Actions               | Pour les actions cotées, (art. 27 ss, règlement de cotation de SIX) ainsi que pour les offres en souscription publique dans le cadre d'augmentations du capital-actions (art. 652a CO) | Pour les offres publiques, avec diverses exceptions en fonction du type d'offre et du type de valeurs mobilières, ainsi que plusieurs allègements (art. 37 ss LSFin) | Non                                                                                                                        | Non                                                                                        |
| Obligations           | Pour les mises en souscription publique d'obligations d'un emprunt (art. 1156 CO)                                                                                                      | Comme pour les actions (si les valeurs mobilières sont de qualité; art. 37 ss, LSFin)                                                                                | Non                                                                                                                        | Pour les offres à des clients privés (art. 49 ss LSFin)                                    |
| Placements collectifs | Oui (art. 75, 102, 116, LPCC)                                                                                                                                                          | Conformément au droit en vigueur (art. 55 ss LSFin)                                                                                                                  | Pour les fonds en valeurs mobilières et les autres fonds en investissements traditionnels («informations clés»), ainsi que | Pour les offres de tous les placements collectifs à des clients privés (art. 49 ss, LSFin) |

<sup>40</sup> Art. 652a CO.

<sup>41</sup> Art. 1156, al. 1, CO.

<sup>42</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.

<sup>43</sup> Art. 652a CO.

<sup>44</sup> Art. 1156, al. 1, CO.

|                     |     |                                                                                      |                                                                                                                            |                                                         |
|---------------------|-----|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                     |     |                                                                                      | pour les fonds immobiliers («prospectus simplifié») – aussi pour les offres à des clients <i>non-privés</i> (art. 76 LPCC) |                                                         |
| Produits structurés | Non | Comme pour les actions (si les valeurs mobilières sont de qualité; art. 37 ss LSFin) | Pour la distribution à des clients privés («prospectus simplifié»; art. 5 LPCC)                                            | Pour les offres à des clients privés (art. 49 ss LSFin) |

La LSFin prévoit que les entreprises non cotées devront également publier un prospectus. Des exceptions et des allègements existent toutefois dans ce domaine. Des exceptions s'appliquent par exemple aux offres visant uniquement des clients professionnels ou moins de 150 clients privés. A l'avenir, les entreprises pourront également renoncer à publier un prospectus si le titre faisant l'objet d'une offre publique présente une valeur nominale d'au moins 100 000 francs. Le Conseil fédéral peut par ailleurs prévoir des exceptions pour les entreprises ayant rempli deux des trois conditions suivantes durant le dernier exercice: total du bilan inférieur à 20 millions de francs, chiffre d'affaires inférieur à 40 millions de francs et effectif inférieur à 250 employés (équivalents plein temps). La compatibilité du projet avec les PME est ainsi prise en compte. Le tableau 2 montre que toutes les entreprises en Suisse aurait rempli au moins une de ces conditions en 2011.

Tableau 2: Nombre d'entreprises selon la division économique et la taille de l'entreprise (2011)<sup>45</sup>

|                                                                                                     | Nombre d'entreprises comptant - équivalents plein temps |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------|
|                                                                                                     | 1 - 249                                                 | > 249 coll. |
| Secteur secondaire                                                                                  | 83 206                                                  | 452         |
| Secteur tertiaire                                                                                   | 401 318                                                 | 806         |
| <i>dont dans le secteur financier</i>                                                               | 14 609                                                  | 105         |
| <i>dont fourniture de services financiers</i>                                                       | 5539                                                    | 67          |
| <i>dont assurances, réassurances et caisses de retraite</i>                                         | 703                                                     | 27          |
| <i>dont avec des activités liées à des prestations financières ou à des prestations d'assurance</i> | 8367                                                    | 11          |
| Total                                                                                               | 490 524                                                 | 1258        |

L'instauration d'une valeur nominale d'au moins 100 000 francs pourrait inciter des entreprises à proposer davantage de telles valeurs nominales élevées pour contourner l'obligation d'établir un prospectus et donc l'obligation de contrôle du prospectus qui en découle. Sur le marché suisse, les nouvelles émissions d'emprunts d'entreprises, de lettres de gage et d'emprunts d'Etat affichaient habituellement une valeur nominale de 5 000 francs en 2013 et elles s'adressaient par conséquent également aux investisseurs privés<sup>46</sup>. Des valeurs

<sup>45</sup> Source: Office fédéral de la statistique: Statistique structurelle des entreprises 2011 (résultats provisoires), tableau T 6.2.1.1.

<sup>46</sup> Source: [http://www.nzz.ch/finanzen/uebersicht/boersen\\_und\\_maerkte/kleine-stueckelungen-beguenstigen-privatanleger-1.18160128](http://www.nzz.ch/finanzen/uebersicht/boersen_und_maerkte/kleine-stueckelungen-beguenstigen-privatanleger-1.18160128) (mars 2014).

nominales de 100 000 francs pourraient ne pas être attrayantes pour de nombreux investisseurs privés, par exemple pour des raisons de diversification. Ces investisseurs seraient en fait exclus du marché. Cela a déjà été constaté dans d'autres pays, dont l'Allemagne<sup>47</sup>. Du fait de la nouvelle réglementation applicable dans ce pays aux prospectus pour les titres, les investisseurs privés ont été en partie écartés du marché des emprunts d'entreprises, la valeur nominale des nouvelles émissions étant de plus en plus souvent supérieure à 100 000 euros<sup>48</sup>. Contrairement à la réglementation allemande, la réglementation suisse (art. 60, al. 2, LSFin) prévoit que dans certaines conditions le contrôle du prospectus ne peut aussi être effectué qu'au terme de l'émission, d'un emprunt par exemple. Les fournisseurs de tels titres bénéficient ainsi de plus de souplesse et peuvent réduire les coûts d'opportunité. Il peut en résulter une moindre incitation à augmenter la valeur nominale minimale pour contourner l'obligation de contrôle du prospectus.

#### Dispositions applicables à des produits particuliers

A la fin de 2013, plus de 34 000 produits structurés étaient négociés à la Bourse SIX Swiss Exchange<sup>49</sup>. Selon le droit actuel, une feuille d'information de base doit être établie pour les produits structurés. A l'avenir, les émetteurs de produits structurés seront tenus d'établir une feuille d'information de base et un prospectus. Il pourrait en résulter des frais supplémentaires pour les établissements financiers émetteurs. Le prospectus est en outre soumis à un contrôle.

#### Contrôle du prospectus

Un contrôle préalable permet d'empêcher la publication de prospectus comportant des lacunes<sup>50</sup>. Pour les fournisseurs, le contrôle de la documentation sur les produits est toutefois lié à des coûts d'opportunité. Ces coûts peuvent revêtir une importance particulière dans le cas de produits (par ex. des produits structurés) qui ne sont négociés que durant une période limitée. Ces coûts d'opportunité sont limités au moyen de l'instauration d'un délai de dix jours (20 jours pour les nouveaux émetteurs) durant lequel les prospectus doivent être contrôlés. Pour les autorités, le contrôle de la documentation sur les produits se traduira par une hausse des frais de surveillance. Le financement de ces frais supplémentaires se répercutera sur les assujettis à la surveillance sous la forme d'une augmentation des émoluments.

#### Publication, publicité et responsabilité

Les prospectus et les feuilles d'information de base approuvés doivent être publiés et mis gratuitement à la disposition des clients. La publicité doit être désignée et identifiable comme telle. Elle doit également comporter une mention du prospectus ou de la feuille d'information de base. Ces dispositions complètent les prescriptions existantes en matière de documentation sur les produits et elles garantissent que le client peut s'informer dans tous les cas. Seule une remise gratuite du prospectus et de la feuille d'information de base au client permet de réduire au maximum l'asymétrie des informations. Une fois que le prospectus et la feuille d'information ont été établis, leur remise gratuite aux clients n'entraîne guère de frais

---

<sup>47</sup> Source: [https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/pressemeldungen/130930\\_pm\\_stckelung\\_corporate\\_bonds.pdf](https://www.boerse-stuttgart.de/media/dokumente/pressemeldungen/130930_pm_stckelung_corporate_bonds.pdf) (mars 2014).

<sup>48</sup> En Allemagne, le plafond pour l'obligation d'établir un prospectus a été relevé de 50 000 euros à 100 000 euros au début de 2012. Selon une évaluation effectuée par la Bourse de Stuttgart, 31 % des obligations vendues durant le premier semestre de 2010 présentaient encore une valeur nominale inférieure à 50 000 euros. Durant le premier semestre de 2012, suite au relèvement de la valeur nominale minimale, seulement 16 % des obligations vendues présentaient une valeur nominale inférieure à 100 000 euros.

<sup>49</sup> Source: SIX Exchange, [http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/annual\\_statistics/](http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/annual_statistics/) (mars 2014).

<sup>50</sup> Lors d'un contrôle par sondage effectué en 2011, la FINMA a constaté que les prospectus simplifiés concernant des produits structurés comportaient souvent des lacunes. Seuls deux des onze établissements contrôlés satisfaisaient entièrement aux exigences en matière de prospectus simplifiés. Source: <http://www.finma.ch/f/finma/publikationen/Documents/br-strukturierte-produkte-20111209-f.pdf> (mars 2014).

supplémentaires pour les prestataires de services financiers.

#### **4.1.5 Mise en œuvre des prétentions des clients privés**

Les mesures d'application des prétentions des clients privés entraînent dans l'ensemble un net renforcement de la protection des clients et garantissent la mise en œuvre systématique des dispositions de la LSFin. Les clients ayant subi une perte de capital peuvent faire valoir leurs droits. Cela exerce également un effet dissuasif sur les prestataires de services financiers et pourrait augmenter la qualité des services offerts.

##### Remise de documents

L'accès gratuit du client à son dossier, garanti par la loi, renforce la protection du client. Actuellement, il se peut que la remise des documents établis au sujet d'un client n'ait lieu que suite à une décision judiciaire et que le client doive supporter des coûts considérables pour y accéder. Or l'obligation de remettre gratuitement le dossier supprime ces coûts. Pour les prestataires de services financiers, le fardeau de la preuve relatif au respect des obligations d'information et d'explication pourrait entraîner une charge de travail supplémentaire pour l'établissement et le suivi des dossiers des clients satisfaisant aux exigences légales.

##### Organes de médiation

Conformément au présent projet concernant la LSFin destiné à la consultation, les litiges entre les prestataires de services financiers et leurs clients doivent si possible être réglés par un organe de médiation reconnu, dans le cadre d'une procédure non bureaucratique d'arbitrage. La procédure menée par un organe de médiation génère des frais moindres pour les deux parties et est par conséquent la plus efficace. Les deux parties opteront donc probablement surtout pour cette procédure, ce qui n'exclut pas une procédure judiciaire ultérieure.

Le service de médiation est financé au moyen des contributions versées périodiquement par les prestataires de services financiers et par les émoluments dont ceux-ci s'acquittent pour les procédures auxquelles ils participent. En raison de leur obligation de s'affilier à un organe de médiation, tous les prestataires de services financiers participent aux frais de cet organe et les contributions périodiques qu'ils doivent verser sont aussi modestes que possible. Par ailleurs, du fait des émoluments de procédure conformes au principe de causalité, les prestataires de services financiers contribuent au financement des organes de médiation qui participent à une procédure. Afin que la procédure auprès d'un organe de médiation demeure toutefois attrayante pour toutes les parties, un bas niveau devrait être fixé pour les émoluments de procédure. Quant aux organes de médiation, ils sont tenus de publier un rapport d'activité et de rendre périodiquement des comptes à l'autorité de surveillance.

##### Frais de procès

Seule la garantie que des clients de prestataires de services financiers peuvent dans tous les cas faire valoir devant un tribunal ou un tribunal arbitral leur droit à la réparation d'un éventuel dommage renforce intégralement la protection de la clientèle. Deux solutions sont proposées: un fonds pour les frais de procès (solution n°1) ou un tribunal arbitral (solution n°2).

Selon la solution n°1, les clients privés qui ne disposent pas des ressources financières nécessaires pour mener un procès contre un prestataire de services financiers ont droit, dans certaines conditions, à la prise en charge de leurs frais de procès par le fonds pour les frais de procès qui sera créé. Ces conditions sont les suivantes: les clients concernés doivent s'être adressés à un organe de médiation; leur revendication doit avoir de bonnes chances de succès; la valeur litigieuse ne doit pas dépasser 1 million de francs et les clients concernés ne doivent pas présenter une situation financière exceptionnellement bonne. Ces conditions ont pour but de garantir une utilisation efficace des ressources financières du

fonds.

Le fonds pour les frais de procès (cf. ch. 2.3) sera alimenté par tous les prestataires de services financiers selon une clé qui doit encore être définie. Les frais en question pourraient cependant être en fin de compte supportés par les clients si les prestataires de services financiers voient dans l'instauration de la LSFin un signal leur permettant d'augmenter leurs marges. Il se pourrait alors – en théorie du moins – que l'on assiste à un financement croisé entre les clients plus prudents et mieux informés et les clients moins prudents et moins bien informés.

Par rapport au fonds pour les frais de procès (solution n°1), un tribunal arbitral (solution n°2) présente aussi bien des avantages que des inconvénients. La durée moyenne de la procédure serait par exemple beaucoup plus courte dans le cas d'un tribunal arbitral que dans celui d'un tribunal public. En outre, un tribunal arbitral offrirait davantage de souplesse (notamment en ce qui concerne le lieu de l'audience) et permettrait de choisir les juges. Enfin, cette solution entraînerait en moyenne moins de frais pour les prestataires de services financiers. Par contre, les parties renonceraient à l'accès aux tribunaux publics (en particulier les tribunaux de grandes instances), ce qui augmenterait le risque de mauvaise décision.

#### Action collective et procédure de transaction de groupe

La possibilité de recourir à une action collective ou à une procédure de transaction de groupe réduit davantage l'obstacle à la mise en œuvre de la protection de la clientèle. Un instrument permettant d'appliquer le droit plus efficacement et à faible coût sera ainsi disponible lorsqu'un grand nombre de clients font valoir un droit à la réparation d'un dommage semblable.

#### **4.1.6 Cercle des assujettis à la surveillance (LEFin)**

L'élément principal dans la LEFin est l'assujettissement des simples gestionnaires de fortune (ci-après «gestionnaires de fortune» pour des raisons pratiques), de sorte que les considérations qui suivent à propos du rapport coût/utilité se concentrent sur cet aspect. Les estimations ci-après ne font pas la distinction entre les modèles de surveillance retenus (assujettissement direct à la FINMA ou à un organisme de surveillance distinct). La structure de la surveillance n'influe donc pas sur les coûts.

#### **Analyse du marché**

Faute de base juridique, on ne dispose pas d'informations statistiques précises, notamment sur le nombre de sociétés concernées ou le volume des avoirs de clients qu'elles gèrent<sup>51</sup>. Il faut donc se contenter d'estimations. Sur mandat du DFF, la Haute école zurichoise de sciences appliquées (Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaften, ZHAW) a mené une étude du marché relative aux gestionnaires de fortune en Suisse (cf. Annexe 2: Analyse d'impact de la LEFin).

L'analyse du marché menée par la ZHAW montre que la plupart des 2300 gestionnaires de fortune emploient moins de cinq personnes; 50 % environ de tous les gestionnaires de fortune emploient une à deux personnes au plus. Au total, les gestionnaires de fortune emploient entre 7500 à 8500 collaborateurs. Ils gèrent rarement des fortunes très importantes et n'ont généralement qu'un nombre restreint de clients en Suisse ou dans l'environnement européen. Globalement, ils gèrent environ 560 milliards d'avoirs de la

---

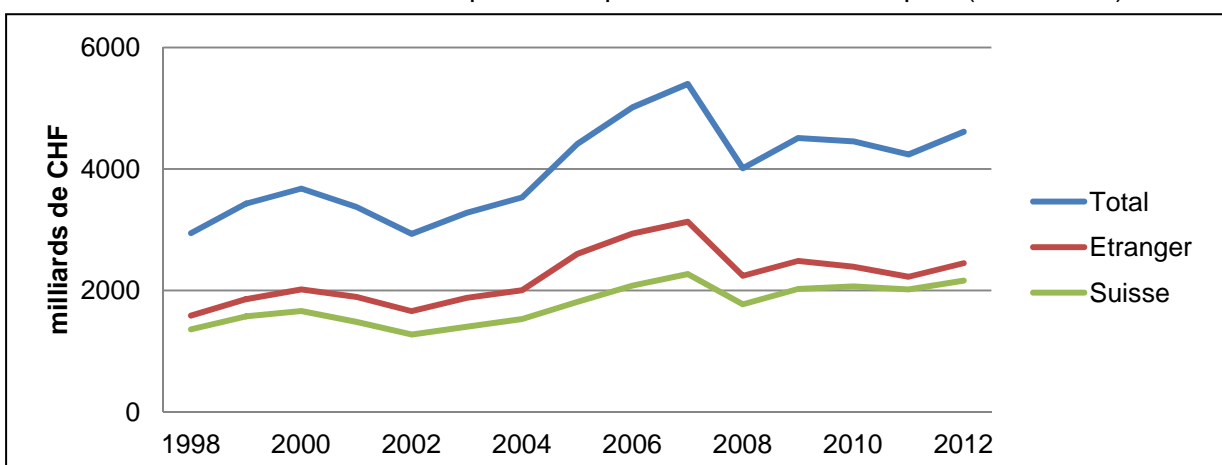
<sup>51</sup> Selon la dernière statistique structurelle des entreprises de l'Office fédéral de la statistique, 14 714 entreprises au total étaient actives dans le secteur financier en 2011. Les gestionnaires de fortune indépendants ne sont toutefois pas comptabilisés séparément.

clientèle et leur marge de bénéfice brut est en moyenne de 0,8 %<sup>52</sup>. Comparée à l'ensemble des valeurs mobilières déposées auprès de toutes les banques (cf. illustration 4), la part de marché des gestionnaires de fortune dépasse 10 %. Généralement, les coûts de personnel devraient constituer le poste de frais le plus important.

La répartition régionale des gestionnaires de fortune est irrégulière: près de la moitié des 2300 gestionnaires de fortune sont établis dans les deux centres financiers de Zurich et de Genève. Zoug, le Tessin et Vaud comptent plus de 50 gestionnaires de fortune. En revanche, de nombreux cantons n'en comptent que très peu (cf. illustration 5).

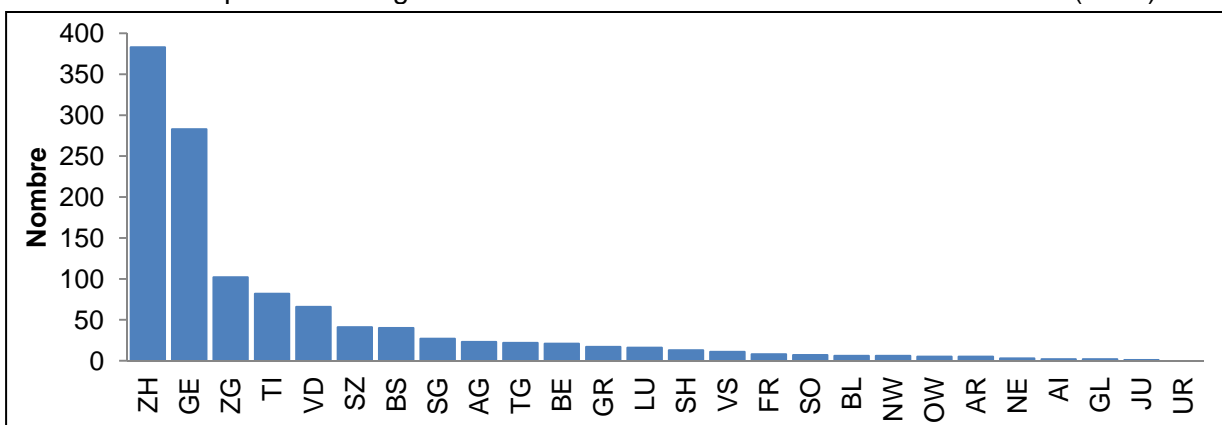
L'ancienneté des sociétés de gestion de fortune est révélatrice dans la perspective de la disposition transitoire (cf. ch. 1.1): quelque 50 % des gestionnaires de fortune sont entrés sur le marché ces dix dernières années (cf. Illustration 6). Outre ceux des cantons de Zurich, de Genève, de Vaud et du Tessin, les gestionnaires de fortune de Bâle-Ville affichent une ancienneté supérieure à la moyenne.

Illustration 4: Valeurs mobilières déposées auprès de toutes les banques (1998-2012)



Source: BNS, Les banques suisses, 2012.

Illustration 5: Répartition des gestionnaires de fortune dans les différents cantons (2013)

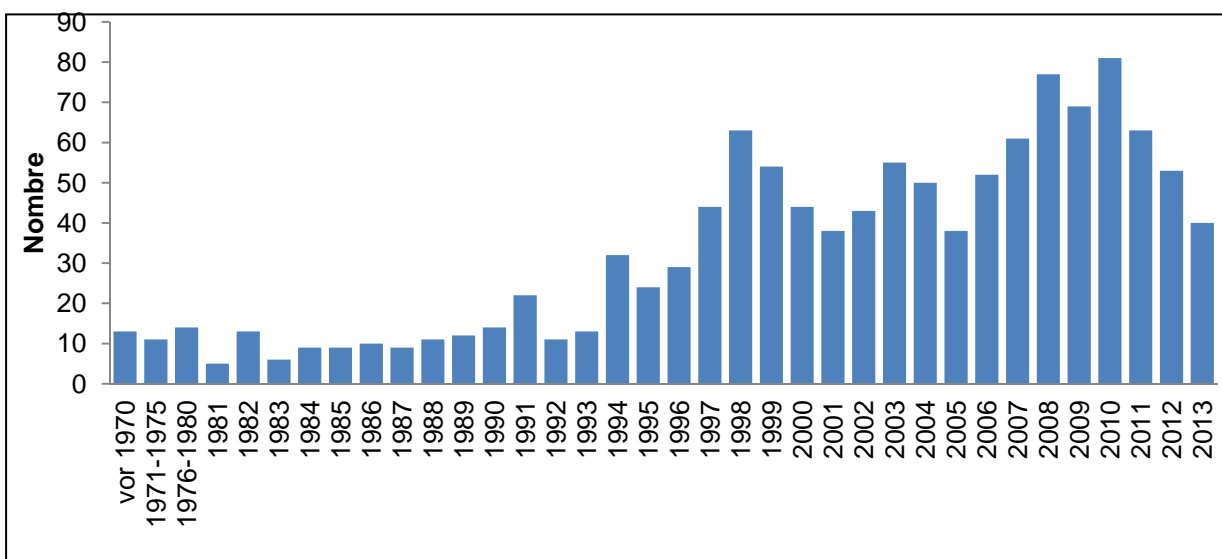


Source: listes des membres du VQF et de l'ASG (n=1148), cf. annexe 2.

<sup>52</sup> La marge bénéficiaire brute est un indicateur de la profitabilité d'une entreprise.



Illustration 6: Nombre de gestionnaires de fortune inscrits au registre du commerce (1970-2013)

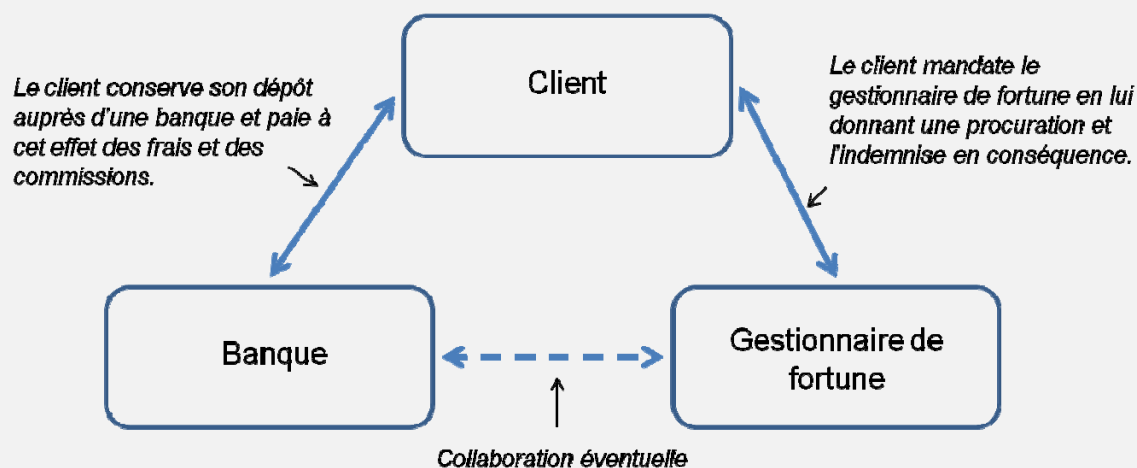


Source: listes des membres du VQF et de l'ASG (n=1148), cf. annexe 2.

**Développement: relations entre le client, la banque et le gestionnaire de fortune**

Les rapports entre un gestionnaire de fortune et une banque peuvent être qualifiés d'ambigus. En premier lieu, ils sont concurrents dans l'acquisition de clients. Mais comme le gestionnaire de fortune est tributaire de services bancaires pour exercer son activité, chaque modification du portefeuille génère des recettes (courtages) pour la banque. Les gestionnaires de fortune peuvent même signer des conventions de collaboration avec une banque qui garantissent l'exclusivité à la banque moyennant une rémunération (rétrocession). Comme on le verra dans les chapitres 4.1 et 4.2, la LSFin touche directement et indirectement les trois partenaires de ces relations triangulaires (illustration 7).

Illustration 7: Relations entre le client, le gestionnaire de fortune et la banque\*



\* Source: Bühler (2006).

**Coût et utilité pour les acteurs du marché**

L'assujettissement des gestionnaires de fortune à la surveillance de la FINMA renforce la sécurité pour les clients. Sous l'angle économique, la protection des clients dans le domaine de la gestion de fortune est en fin de compte garantie aujourd'hui par le marché libre. S'ils ne sont pas satisfaits d'une prestation, les clients peuvent changer à tout moment de prestataire et mettre ainsi les établissements financiers sous pression pour qu'ils fournissent des services plus conformes au marché et aux exigences de la clientèle. Le choix du gestionnaire

re de fortune peut notamment dépendre de la qualité des conseils, du volume des fonds propres, des coûts, de la performance ou de l'existence d'une assurance responsabilité civile du prestataire<sup>53</sup>. Le contrôle par la concurrence sur le marché de la gestion de fortune peut être limité pour deux raisons. D'une part, à cause d'asymétries de l'information, les clients ne sont souvent pas en mesure d'évaluer le travail de leur gestionnaire de fortune. D'autre part, changer d'établissement financier peut entraîner des coûts considérables (coûts liés au changement). Le dommage potentiel en cas de conseils insuffisants ou de gestion imprudente de la fortune, entraînant par exemple la perte d'une part substantielle de l'avoir de prévoyance versé, peut être bien supérieur à la moyenne, ce dont témoignent des expériences en Suisse et à l'étranger. Durant la crise financière, de nombreux clients ont ainsi subi des dommages financiers, y compris des clients de gestionnaires de fortune. Parmi les causes de tels dommages, on ne peut exclure des conflits d'intérêts auprès du gestionnaire de fortune ou une transgression des devoirs de diligence<sup>54</sup>.

Seul l'assujettissement des gestionnaires de fortune à une forme de surveillance permettrait également de mettre en œuvre de manière cohérente et permanente les exigences de la LSFin – notamment le respect des obligations de transparence, d'information, de loyauté, de documentation et de diligence, les prescriptions organisationnelles et les exigences en matière de formation et de perfectionnement – dans tous les établissements financiers. Il représente donc une mesure importante pour améliorer la protection des clients et compléter la solution existante du marché. De plus, l'assujettissement des gestionnaires de fortune à une surveillance a l'avantage de créer les mêmes conditions de concurrence pour tous les prestataires de services financiers. Jusqu'à présent, les fournisseurs d'une prestation identique devaient remplir des exigences réglementaires et prudentielles différentes. Par exemple, les banques<sup>55</sup> ou les gestionnaires de fortune qualifiés doivent satisfaire (pour la même activité) à des exigences réglementaires et légales (droit de la surveillance) dont de simples gestionnaires de fortune sont dispensés. Le respect de telles exigences étant systématiquement lié à des coûts, il en résulte un avantage concurrentiel pour les simples gestionnaires de fortune.

A l'utilité ainsi décrite de l'assujettissement prévu des gestionnaires de fortune s'opposent des coûts qui restent difficiles à estimer, sinon très approximativement. La ZHAW a évalué les coûts de la réglementation dans son étude indépendante (cf. annexe 2). En résumé, il devrait en résulter pour les gestionnaires de fortune des coûts considérables. On ne peut par ailleurs exclure que les charges seront proportionnellement plus conséquentes pour les petits gestionnaires de fortune que pour des sociétés plus importantes.

Les coûts de la réglementation se composent de frais uniques d'obtention de l'autorisation (coûts initiaux) et de dépenses courantes annuelles d'audit prudentiel, et ils dépendent de la taille du gestionnaire de fortune.

Pour déterminer les coûts de la réglementation, on a réparti les gestionnaires de fortune en trois catégories en fonction du nombre de leurs collaborateurs, c'est-à-dire respectivement de 1 à 3 personnes, de 4 à 10 personnes et de plus de 10 personnes. Plus de 65 % de tous

---

<sup>53</sup> Cf. Bühler (2006), p. 43.

<sup>54</sup> Selon le rapport de gestion de l'organisme d'autorégulation ASG, plusieurs enquêtes ont été menées en Suisse en 2012 pour violation des règles de déontologie de l'Association suisse des gérants de fortune. Il s'agissait notamment du recours à des fonds spéculatifs (*hedge funds*) dans la gestion de fortune ou de placements en «fonds Madoff».

<sup>55</sup> Les exigences vis-à-vis des banques sont réglées dans la loi sur les banques (RS 952.0) et l'ordonnance sur les banques (RS 952.02): elles doivent disposer de fonds propres importants, répondre à des normes en matière de liquidités et respecter des prescriptions organisationnelles (relatives par ex. à la révision interne ou à la gestion des risques). Des prescriptions supplémentaires s'appliquent par ailleurs aux banques d'importance systémique.

les gestionnaires de fortune appartiennent à la catégorie «1 à 3 collaborateurs», 30 % environ à la catégorie «4 à 10 collaborateurs» et quelque 5 % à la catégorie «plus de 10 collaborateurs». Selon les renseignements recueillis par la ZHAW auprès d'experts, la taille de la société en fonction du nombre d'employés a une incidence sur le montant des coûts de la réglementation (coûts initiaux et dépenses courantes). Outre les redevances de la FINMA, les coûts des audits prudentiels et ceux garantissant le respect des prescriptions en matière de personnel et d'organisation dépendent également de la taille de la société. Par contre, d'autres types de frais n'en sont pas tributaires et sont sensiblement les mêmes pour tous les gestionnaires de fortune concernés (coûts initiaux et dépenses courantes): en font notamment partie l'établissement de la demande d'autorisation et la part annuelle fixe à la surveillance.

### Coûts initiaux

Pour les trois catégories, les coûts initiaux sont principalement dus aux coûts de l'examen de la demande d'autorisation et aux honoraires de conseil, aux émoluments de la FINMA et aux frais liés à la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation. En comparaison, les autres coûts initiaux sont insignifiants. Selon l'estimation indépendante, les coûts initiaux par demande déposée s'élèvent pour un petit gestionnaire de fortune (1 à 3 collaborateurs) à quelque 69 000 francs, déduction faite des frais de toute manière encourus<sup>56</sup>. Ils comprennent les coûts de l'examen de la demande d'autorisation et les honoraires de conseil pour quelque 45 000 francs (ou 65 % des coûts initiaux), les émoluments d'autorisation de la FINMA à hauteur de 7500 francs environ et les frais liés à la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation à concurrence d'un montant net de 15 000 francs environ. Pour les gestionnaires de fortune de taille moyenne (4 à 10 collaborateurs), les coûts initiaux s'élèvent à quelque 96 000 francs, dont plus de 57 000 francs (ou environ 60 % des coûts initiaux) pour l'examen de la demande d'autorisation et les honoraires de conseil, 16 000 francs pour les émoluments d'autorisation de la FINMA et 20 000 francs de frais liés à la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation. Pour les grandes sociétés de gestion de fortune (plus de 10 collaborateurs), les coûts initiaux attendus par cas totalisent 128 000 francs et se composent principalement des coûts d'examen de la demande et des honoraires de conseil (70 000 francs ou 55 % des coûts initiaux), des émoluments d'autorisation de la FINMA (25 000 francs) et des frais liés à la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation (30 000 francs).

Aux coûts initiaux estimés, la procédure d'autorisation peut ajouter des coûts d'opportunité non négligeables du point de vue économique, bien qu'ils ne puissent être chiffrés avec précision. Les coûts d'opportunité sont les pertes correspondant au chiffre d'affaires qui ne peut être réalisé durant la procédure d'autorisation. Une longue procédure augmente dans tous les cas les coûts d'opportunité du requérant. Contrairement aux gestionnaires de fortune installés qui peuvent poursuivre leurs activités parallèlement à la procédure d'autorisation, et qui ne supportent de ce fait pas ou peu de coûts d'opportunité, les nouveaux gestionnaires de fortune devront obtenir une autorisation avant d'entamer leurs activités et seront exposés potentiellement à d'importants coûts d'opportunité qui constituent un nouvel obstacle de taille à leur entrée sur le marché. Pour limiter ces coûts d'opportunité, il serait indiqué dans une perspective économique de régler au niveau de la loi la procédure d'autorisation. De la sorte, par analogie aux autorités de l'administration fédérale qui

---

<sup>56</sup> Les coûts nets ont été évalués par cas, en d'autres termes par établissement de gestion de fortune qui dépose effectivement une demande d'autorisation. Le nombre des demandes ne devrait pas correspondre au nombre actuel estimé d'établissements de gestion de fortune (2300) et ne peut être évalué par anticipation. D'une part, de nombreux gestionnaires de fortune ne seront pas assujettis en raison de la disposition transitoire proposée, et d'autre part le changement structurel en cours dans la branche devrait se poursuivre jusqu'à l'entrée en vigueur de la LEFin et de la LSFin.

octroient une autorisation pour l'exercice d'une activité lucrative<sup>57</sup> ainsi qu'aux autorités de surveillance d'autres Etats et juridictions<sup>58</sup>, l'autorité de surveillance se verrait imposer un délai dans lequel elle est tenue de rendre une décision, ce qui permettrait simultanément de renforcer la sécurité du droit. De plus, ou à titre de solution de rechange, on pourrait par exemple prévoir un délai dans lequel l'autorité de surveillance doit faire savoir si la demande présentée est complète.

### Dépenses courantes

Pour les trois catégories, les dépenses courantes sont surtout dues à l'audit prudentiel, aux redevances annuelles de la FINMA et aux coûts du maintien de la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation. Ces dépenses ont une influence directe et permanente sur les marges des entreprises concernées. Selon l'évaluation indépendante, les petits gestionnaires de fortune encourraient des frais supplémentaires de quelque 20 000 francs par cas et par an suite à leur assujettissement à la surveillance, dont vraisemblablement plus de la moitié au titre de l'audit prudentiel annuel. Pour les gestionnaires de fortune de taille moyenne, les dépenses courantes augmenteraient de 41 000 francs, dont 40 % au titre de l'audit prudentiel annuel et 50 % liés aux coûts du maintien de la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation. Enfin, l'augmentation atteindrait 57 000 francs pour les gestionnaires de fortune de plus grande taille, dont la part la plus importante (30 000 francs) couvrirait les coûts du maintien de la conformité aux exigences organisationnelles préalables à l'autorisation.

Pour se faire une meilleure idée des conséquences pour les gestionnaires de fortune en fonction de leur taille, des hypothèses supplémentaires sont nécessaires. Concrètement, on admet que la marge de bénéfice brut de 0,8 % vaut pour toutes les catégories de gestionnaires de fortune (1 à 3, 4 à 10 et plus de 10 collaborateurs). En retenant cette marge, les petits gestionnaires de fortune devraient gérer en permanence 2,5 millions de francs de plus pour réaliser le même bénéfice brut annuel<sup>59</sup>. Ce chiffre serait de 5,1 millions de francs, respectivement 7,1 millions de francs pour les gestionnaires de fortune de taille moyenne et supérieure. En admettant encore qu'il existe une corrélation positive entre le nombre des collaborateurs et le montant des avoirs gérés pour le compte de la clientèle, les petits gestionnaires de fortune seraient touchés de manière disproportionnée. Ainsi, un petit gestionnaire de fortune qui ne générerait que moins de 25 millions de francs pour le compte de ses clients devrait augmenter cette somme de 10 % au moins pour réaliser le même bénéfice brut annuel. Des gestionnaires de fortune de plus grande taille gérant plus de 200 millions de francs ne devraient augmenter le total des avoirs gérés que de 4 % au plus. Toutefois, des affirmations empiriquement fondées sont pour l'heure impossibles.

Pour de nombreux gestionnaires de fortune, la réglementation transitoire (également nommée *grandfathering*, cf. ch. 2.3) devrait signifier qu'ils sont dispensés des coûts supplémentaires au titre de la surveillance et de la conformité aussi longtemps qu'ils n'étendent pas

---

<sup>57</sup> L'ordonnance sur les principes et les délais d'ordre relatifs aux procédures d'autorisation (RS 172.010.14) règle les principes à respecter dans les procédures de première instance de droit fédéral de l'économie et s'applique lorsqu'une autorité donne une approbation en relation avec une activité lucrative d'un requérant. Elle règle notamment les délais dans lesquels l'autorité concernée de l'administration fédérale doit prendre sa décision. Selon l'art. 4, al. 1, let. c, les demandes qui nécessitent plus d'une semaine pour être examinées doivent être traitées dans les trois mois à compter de la réception du dossier complet.

<sup>58</sup> Dans ses trois directives pertinentes (AIFMD, OPCVM et MiFID), l'UE a réglé la procédure d'autorisation. Par exemple, l'autorité compétente du pays d'origine du gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) doit communiquer par écrit, dans un délai de trois mois à compter du dépôt d'une demande complète, si l'autorisation est accordée. L'autorité compétente peut proroger ce délai de trois mois au plus si elle le juge utile en fonction de circonstances spécifiques.

<sup>59</sup> Selon l'analyse d'impact de la réglementation relative à la loi sur les établissements financiers (LEFin) de la ZAHW (2014), 0,8 % représente la marge moyenne de bénéfice brut des gestionnaires de fortune en Suisse.

leurs activités. Une majorité des gestionnaires de fortune comptant au nombre des PME (cf. ch. 4.1.6), on peut ainsi renforcer la compatibilité du projet avec les besoins des PME et limiter l'intervention de l'Etat dans l'activité économique. Pour autant, on ne peut empêcher la sortie du marché suite à une mauvaise marche des affaires. Pour assurer la protection des clients, les gestionnaires de fortune concernés par la clause transitoire se voient imposer les obligations prévues par la LSFin, notamment pour ce qui est de l'adhésion à un service de médiation et du respect des règles de conduite. Toutefois, une réglementation transitoire liée à l'ancienneté de la société a des conséquences pour les gestionnaires de fortune qui y échapperaient de justesse.

Un inconvénient possible de l'assujettissement est l'aléa moral (*moral hazard*). Si les clients étaient jusqu'ici particulièrement soucieux de choisir avec soin le gestionnaire de fortune à qui ils confient leurs avoirs, leur décision pourrait à l'avenir être également conditionnée par les points de vue de l'autorité de surveillance. Le label «surveillé par la FINMA» pourrait inciter les clients à accorder moins d'importance au choix de leur gestionnaire de fortune ou à l'audit périodique de ce dernier. La reprise de tâches de surveillance par l'Etat atténuée, partiellement du moins, l'effet équilibrant et correcteur des forces du marché, même si la responsabilité finale incombe au client. Simultanément, la responsabilité de l'autorité de surveillance vis-à-vis des clients se renforce. D'éventuelles erreurs d'appréciation de l'autorité de surveillance peuvent potentiellement avoir des conséquences graves pour les clients.

## 4.2 Conséquences pour les groupes concernés

Pour analyser les éventuels changements de comportement des personnes concernées, il faut faire la distinction entre les demandeurs de services financiers (clients) et les fournisseurs (prestataires de services financiers). Ces derniers peuvent également présenter des différences. Par ailleurs, la FINMA et les associations professionnelles sont, elles aussi, concernées.

### Clients

La LSFin renforce les droits des clients professionnels et privés des prestataires de services financiers. L'accroissement éventuel du nombre d'arbitrages ou de procédures dépendra de l'effet préventif de la LSFin, c'est-à-dire des efforts supplémentaires consentis par les établissements financiers pour éviter tout dommage. L'aléa moral est un inconvénient possible du renforcement des droits des clients (cf. ch. 4.1.6).

En particulier, le médiateur, auquel on peut faire appel gratuitement, devrait devenir l'interlocuteur privilégié de nombreux clients, d'autant que cela n'empêche pas une procédure civile ultérieure. Le nombre de médiations devrait donc augmenter. Là encore, la fréquence des affaires portées devant un tribunal civil dépendra des recommandations émises par l'organe de médiation en première instance. La protection accrue des clients pourrait conduire à une hausse des émoluments versés pour les services financiers. Il serait possible que les clients ne puissent éviter de payer des émoluments plus élevés – en s'adressant par exemple à un prestataire meilleur marché –, si tous les prestataires répercutaient en même temps les coûts réglementaires plus élevés sur les clients.

Il serait préjudiciable pour les clients (privés) que les prestataires de services financiers relèvent la valeur nominale minimale des obligations, par exemple, pour la porter au montant minimum de 100 000 francs prévu dans la loi afin d'éviter la contrainte et les coûts liés à l'établissement et à l'approbation d'un prospectus (cf. ch. 4.1.4). Cela reviendrait à refuser aux clients (privés) l'accès à un marché présentant un rapport risque/rendement relativement faible. L'acquisition de parts d'un fonds correspondant pourrait constituer une solution de

remplacement, qui s'accompagnerait toutefois d'autres coûts.

### Prestataires de services financiers

Les prestataires de services financiers devraient de manière générale – tout en ayant conscience des droits accrus des clients – intensifier leurs efforts pour améliorer si possible la qualité des services proposés. Les autres changements de comportement à attendre de leur part doivent être examinés selon la catégorie de prestataires.

Les établissements financiers déjà soumis à la surveillance ne sont pas directement touchés par la LEFin. A l'avenir, ils devront cependant respecter les prescriptions de la LSFin, quelle que soit leur stratégie commerciale. On s'assure ainsi que tous les clients suisses bénéficieront d'une protection uniforme. Après l'adaptation aux nouvelles conditions-cadres réglementaires, les établissements financiers devraient faire face à des coûts réglementaires plus élevés, pour autant que ceux-ci ne puissent pas être répercutés sur les clients. Ces coûts découlent notamment du cofinancement des organes de médiation et du fonds pour les frais de procès ou du relèvement des frais de la surveillance induit par les obligations concernant la formation et le perfectionnement. Après l'entrée en vigueur de la LSFin, les établissements financiers devraient en outre s'adapter aux nouvelles conditions, ce qui pourrait se traduire par une amélioration de la qualité des services proposés tout comme par une concentration accrue sur certains segments de clientèle.

Les dispositions suisses sur la protection des clients devraient être mises en œuvre relativement rapidement par de nombreux établissements financiers déjà assujettis à la surveillance. En particulier ceux qui opèrent sur le plan international sont déjà confrontés aujourd'hui aux réglementations étrangères en la matière. Ainsi, les établissements financiers qui ont des activités transfrontalières dans l'UE doivent d'ores et déjà respecter les directives européennes sur la protection des clients, même si les services sont fournis en Suisse. C'est la raison pour laquelle les projets de loi suisses sur les marchés financiers présentent sur le fond une conception équivalente à celle des directives européennes dans ce domaine.

La LEFin apporte de grands changements en ce qui concerne les gestionnaires de fortune (cf. ch. 2.3 et 4.1.6). Ceux auxquels la réglementation transitoire relative à la surveillance prudentielle ne s'applique pas (ou plus) devraient adapter leurs structures aussi rapidement que possible ou tenter de limiter leur modèle d'affaires au seul conseil en placement pour éviter les coûts accrus d'une surveillance prudentielle. Les structures peuvent être adaptées grâce à une croissance organique propre ou à des fusions et acquisitions. De même, l'arrêt de certaines activités est une option possible. Les coûts induits par les nouvelles exigences réglementaires devraient grever surtout les petits gestionnaires de fortune. Il ne devrait guère y avoir de départs de gestionnaires de fortune pour l'étranger, car la protection des clients est ou a été renforcée sur le plan international, notamment dans l'UE/EEE.

Les conseillers à la clientèle qui ne gèrent pas un portefeuille au nom et pour le compte de tiers, et qui exercent uniquement une fonction de conseil, ne sont pas concernés par la LEFin. En tant que prestataires de services financiers, ils doivent cependant respecter les prescriptions de la LSFin. Cela garantit un renforcement de la protection pour les clients de tous les prestataires de services financiers. En particulier, les règles de conduite s'appliquent à toute personne en contact avec des clients. Le respect des obligations légales par les conseillers à la clientèle ayant une simple fonction de conseil relève de leur responsabilité individuelle.

La LEFin ne concerne pas les entreprises d'assurance. Celles-ci doivent cependant respecter les prescriptions de la LSFin si elles vendent des instruments financiers soumis à cette loi (par ex. assurances sur la vie susceptibles de rachat ou parts de fonds).

### Entreprises en général

La LSFin concerne non seulement les prestataires de services financiers, mais également les entreprises de tous les secteurs en tant qu'émetteurs d'obligations ou d'actions. L'établissement du prospectus implique des coûts dans tous les cas. Afin que la nouvelle législation soit supportable pour les PME, la LSFin prévoit des allègements et des délais pour l'obligation de publier un prospectus (cf. ch. 2.3 et 4.1.4). Sans ces derniers, le marché suisse des capitaux pourrait perdre de son attrait, notamment pour les petites entreprises. Par ailleurs, le délai de dix jours pour l'approbation des prospectus par l'organe de contrôle plafonne clairement les coûts d'opportunité<sup>60</sup> pour les entreprises.

#### Associations et organisations de protection des consommateurs

Les actions collectives et les procédures de transaction de groupe contribuent à renforcer la protection des consommateurs. Leur introduction permet aux associations ayant qualité pour agir d'exercer une fonction de coordination (sous certaines conditions)<sup>61</sup>. Cette fonction est particulièrement utile dans les cas où de nombreux plaignants sont opposés à un seul défendeur ou à un nombre restreint de défendeurs. Lors de procédures de transaction de groupe, les frais de procès ont tendance à être plus bas pour les consommateurs. Cela facilite le processus d'application de la loi pour les dommages-intérêts de faible ampleur et réduit les frais de transaction. Par ailleurs, tous les consommateurs bénéficient d'une égalité de traitement<sup>62</sup>. Sans la possibilité d'une action collective, il faudrait traiter autant de cas qu'il y a de plaignants. Les actions collectives et les procédures de transaction de groupe peuvent donc conduire à un processus d'application de la loi plus efficace et, grâce à leur effet dissuasif, inciter les établissements financiers à redoubler d'efforts pour éviter des dommages éventuels. Il n'est dès lors pas possible d'évaluer la fréquence future de ces actions et procédures.

#### Associations professionnelles

La LSFin renforce potentiellement la fonction des associations professionnelles, notamment grâce aux prescriptions concernant la formation et le perfectionnement. Les prestataires de services financiers peuvent ainsi mettre en place un organe commun qui tient le registre des conseillers à la clientèle (organe d'enregistrement). Cette responsabilité supplémentaire devrait accroître le besoin de ressources.

#### Organismes d'autorégulation

Les douze organismes d'autorégulation agréés jusqu'à présent par la FINMA dans la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ne pourront en partie plus poursuivre leurs activités comme auparavant. Selon la variante retenue pour la surveillance des gestionnaires de fortune (FINMA ou organisme de surveillance agréé), les activités des précédents organismes d'autorégulation pourraient toutefois être reprises par le futur organisme de surveillance. On ignore quel impact cela aura sur les organismes d'autorégulation dans le domaine de la formation et du perfectionnement. Une formation intégrant les exigences déjà définies dans la lutte contre le blanchiment d'argent, qui relèvent actuellement des organismes d'autorégulation, pourrait être proposée.

#### Autorités

Dans l'ensemble, le présent projet de loi étend les obligations de la FINMA. Celle-ci est responsable de l'exécution de la loi et devrait notamment assumer la surveillance des gestionnaires de fortune, tenir le registre des conseillers à la clientèle si elle ne peut désigner aucun organe d'enregistrement, gérer le registre des prestataires étrangers de services

---

<sup>60</sup> Les coûts d'opportunité sont des revenus non réalisés. Plus l'intervalle entre le dépôt d'une demande de contrôle de prospectus et la décision finale est important, plus ils sont élevés. A l'inverse, de faibles coûts d'opportunité permettent aux entreprises d'opérer plus tôt sur le marché et de générer un chiffre d'affaires.

<sup>61</sup> Cf. Che (1996).

<sup>62</sup> Cf. Deffains et Langlais (2011).

financiers ou intensifier la coopération avec les autorités étrangères. Ces obligations étendues devraient également accroître le besoin de ressources de la FINMA.

#### Confédération, cantons et communes

Sur le plan des dépenses, les autorités judiciaires cantonales pourraient devoir faire face à un surcroît de travail. Elles devront notamment autoriser la prise en charge des frais de procès et le versement d'avances et seront chargées d'approuver les transactions de groupe. Le besoin de ressources devrait toutefois demeurer faible car les litiges entre les prestataires de services financiers et leurs clients devraient être résolus par un organe de médiation. Les compétences de la Confédération dans ce domaine sont étendues en raison de l'attribution nouvelle d'une activité d'agrément et de surveillance concernant les organes de médiation agréés, ce qui devrait augmenter légèrement les ressources nécessaires. La LEFin n'affecte ni la Confédération, ni les cantons ou les communes.

Sur le plan des recettes, la Confédération, les cantons et les communes pourraient également être touchées, même si l'ampleur des incidences est encore impossible à évaluer. Les coûts que la LSFin et la LEFin occasionnera aux prestataires de services financiers et qui ne pourront pas être répercutés sur les consommateurs entraîneront, *ceteris paribus* (c'est-à-dire toutes choses étant égales par ailleurs), une diminution des bénéfices des prestataires et, par conséquent, des recettes fiscales. En raison des plus fortes déductions pour frais financiers dans le domaine de l'impôt sur le revenu, les coûts supportés par les clients entraîneront, *ceteris paribus*, une diminution des revenus imposables et donc également des revenus fiscaux. Dans l'ensemble, l'ampleur de ces effets négatifs sur les recettes fiscales de la Confédération, des cantons et des communes sera, *ceteris paribus*, proportionnelle à celle des coûts de la réglementation LSFin et LEFin. Toutefois, certains autres facteurs pourraient influencer favorablement les revenus fiscaux. Les bénéfices des prestataires de services financiers pourraient par exemple connaître une évolution positive due à l'augmentation de l'attrait de la place économique suisse (cf. ch. 4.3.2), ce qui pourrait compenser largement les effets négatifs précités sur les recettes fiscales. En outre, l'évolution des bénéfices d'autres entreprises associées à la fourniture de services financiers pourrait également jouer un rôle positif (évolution des bénéfices de fournisseurs de services liés à l'assujettissement).

### **4.3 Conséquences sur la concurrence**

#### **4.3.1 Degré de concurrence**

La LSFin et la LEFin devraient modifier durablement les conditions de concurrence sur le marché de la gestion de fortune. Comme indiqué au ch. 4.1.6, l'assujettissement des gestionnaires de fortune à une surveillance étatique instaurera les mêmes conditions de concurrence (*level playing field*) pour tous les prestataires de services financiers. De plus, le renforcement des règles de conduite – divulgation des rétrocessions, par exemple – réduira les conflits d'intérêts. Enfin, les coûts réglementaires seront plus élevés (cf. ch. 4.1 et 4.2). Néanmoins, le processus d'adaptation aux nouvelles conditions devrait entraîner une hausse de la taille moyenne (mesurée à l'aune des avoirs clientèle administrés) des gestionnaires de fortune actifs sur le marché. Une concentration sur le marché de la gestion de fortune peut aboutir, à terme, à une baisse d'intensité de la concurrence.

Le relèvement permanent des barrières à l'entrée sur le marché est une conséquence possible de l'assujettissement des gestionnaires de fortune à une surveillance étatique. Il s'agit de coûts dont les nouveaux prestataires doivent s'acquitter avant même de pouvoir

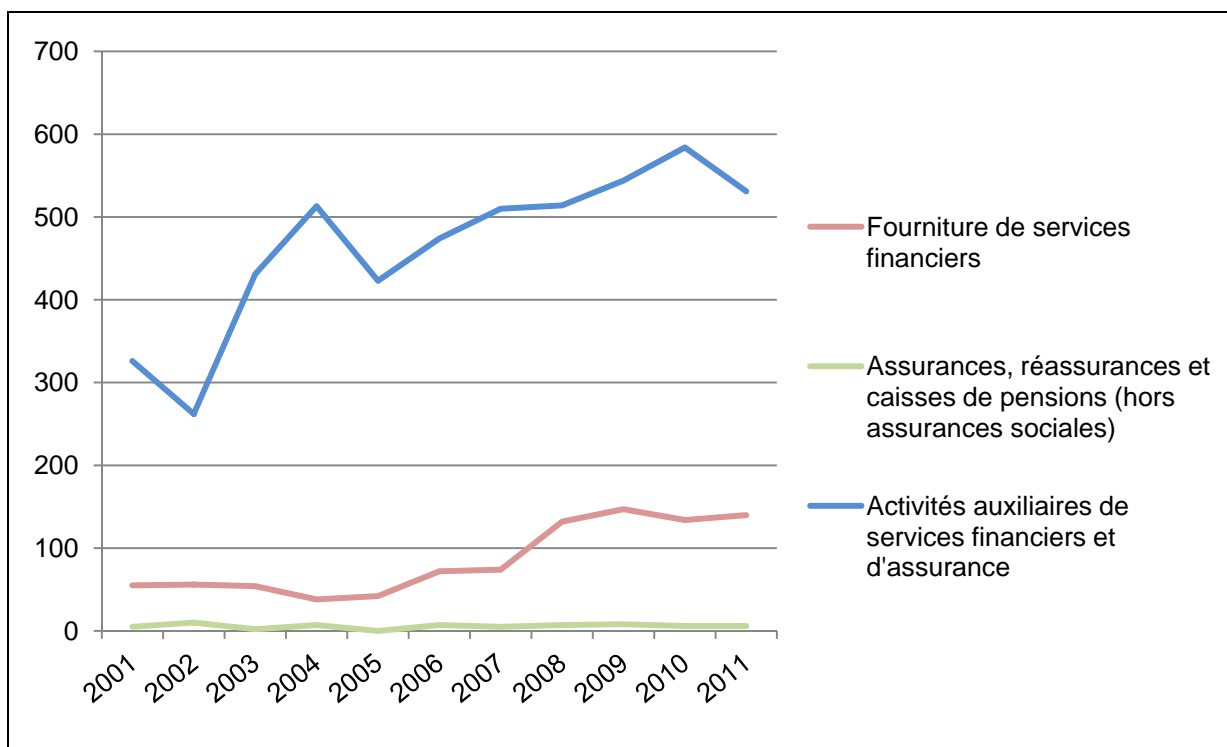


opérer sur le marché. Ils peuvent retarder, voire empêcher, une entrée sur le marché et, partant, entraver les gains de prospérité potentiels<sup>63</sup>. Jusqu'à présent, ces barrières sont relativement faibles dans la gestion de fortune, comme l'indique le nombre assez élevé de nouvelles entreprises créées dans ce domaine. L'illustration 8 présente ce nombre dans le secteur financier en Suisse, par sous-secteur, entre 2001 et 2011<sup>64</sup>. En moyenne, plus de 80 % des nouvelles entreprises créées dans le secteur financier relevaient des «*activités auxiliaires de services financiers et d'assurance*». Cette catégorie englobe tous les prestataires de services qui sont étroitement liés à des établissements de crédit et à des assurances, y compris les gestionnaires de fortune.

Dans l'intérêt de l'ensemble de l'économie, il faudrait éviter de trop renforcer ces barrières par des mesures réglementaires. Les frais uniques d'obtention d'une autorisation de la FINMA ne peuvent pas être compensés et représentent dès lors des coûts irrécupérables (*sunk costs*) pour les nouveaux prestataires sur le marché. L'addition de ces *sunk costs* et de coûts fixes qui sont plus élevés en raison de la hausse des coûts réglementaires (cf. ch. 4.1.6) revient à ériger des barrières à l'entrée du marché. Cette situation peut conduire à une diminution de la concurrence. Pour ne pas aggraver le problème, il faut maintenir les coûts de la surveillance à un niveau relativement faible.

Des exigences relatives à l'entrée sur le marché sont également introduites pour les prestataires étrangers (cf. ch. 4.1.3). A l'avenir, cela pourrait entraîner une baisse des nouveaux concurrents étrangers sur le marché suisse qui sont disposés à supporter les coûts correspondants. Comme précédemment, des frais d'enregistrement aussi faibles que possible peuvent contribuer à maintenir les barrières à l'entrée sur le marché à un bas niveau pour les prestataires étrangers.

Illustration 8: Nombre d'entreprises nouvellement créées dans le secteur financier suisse (2001-2011)



<sup>63</sup> McAfee, Mialon et Williams (2004) p. 463.

<sup>64</sup> OFS, démographie des entreprises 2011, <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/06/02/blank/data.html>.

Source: OFS, démographie des entreprises 2011.

### 4.3.2 Attrait de la place économique

La LSFin tient compte des développements internationaux afin de réduire les risques de réputation pour la Suisse et de créer des possibilités de maintien et d'amélioration de l'accès bilatéral aux marchés. Les efforts internationaux soutenus de l'OCDE pour définir des principes de protection des clients peuvent notamment entraîner des risques de réputation (cf. ch. 3.1). Par ailleurs, cette protection a déjà été renforcée non seulement dans l'UE, mais aussi dans d'autres pays. Son niveau actuel en Suisse est dès lors inférieur à la pratique usuelle sur le plan international. Or les risques de réputation qui en découlent peuvent affecter l'attrait de la place financière suisse.

La protection accrue des clients, les règles de conduite prescrites par la loi et l'amélioration de la formation des conseillers à la clientèle renforcent la confiance accordée au marché suisse de la gestion de fortune, qui constitue traditionnellement un pilier de la place financière suisse<sup>65</sup>. La meilleure qualité des services fournis le rend plus attrayant pour les clients existants et nouveaux. Ce point est d'autant plus important que de nombreux clients des prestataires de services financiers avaient moins confiance dans les marchés depuis la crise financière<sup>66</sup>.

Plusieurs études ont confirmé qu'une meilleure relation de confiance avec un prestataire de services financiers augmentait la participation au marché des capitaux. La décision d'investir dans des actions ou d'autres produits financiers repose non seulement sur une appréciation du rapport risque/rendement, mais également sur la confiance dans l'équité du système général et la prévention des fraudes<sup>67</sup>. Les personnes qui n'ont guère confiance dans ce système ont plutôt tendance à ne pas participer au marché des capitaux, contrairement à celles qui lui accordent une confiance élevée. Cela correspond aux implications des modèles théoriques et se confirme aussi dans les analyses empiriques<sup>68</sup>. Par exemple, une étude sur l'impact de la réglementation en matière de protection des consommateurs dans l'UE a révélé, lors d'un sondage représentatif, que le renforcement des droits des consommateurs dans le secteur financier a influé positivement sur la propension des ménages à effectuer des investissements risqués. De plus, la participation au marché des actions a progressé, notamment chez les ménages auxquels le conseil financier n'inspirait pas confiance ou qui avaient de solides connaissances financières<sup>69</sup>. Ces personnes sont ainsi en mesure de réaliser des rendements et, sur le plan macroéconomique, les entreprises peuvent diversifier la structure de leur actionariat<sup>70</sup>.

La hausse des coûts réglementaires directs et indirects (cf. ch. 4.1) diminuera quelque peu l'attractivité de la Suisse. Elle pourrait inciter les prestataires de services financiers à augmenter leurs tarifs, du moins dans une certaine mesure. Pour l'heure, il est impossible de prévoir si ces coûts seront supportés pour la plupart par les prestataires de services finan-

---

<sup>65</sup> Selon le rapport «Global Wealth 2013 – Maintaining Momentum in a Complex World» du Boston Consulting Group (BCG), la Suisse est le premier marché financier du monde pour la gestion de fortune transfrontalière.

<sup>66</sup> Les questions bancaires actuelles 2013, opinions et représentations des citoyens suisses, étude réalisée pour l'Association suisse des banquiers, Bâle, par l'institut M.I.S Trend SA – Lausanne/Berne.

<sup>67</sup> Cf. Guiso, Sapienza et Zingales (2008).

<sup>68</sup> Cf. Guiso, Sapienza et Zingales (2008), p. 2592 s.

<sup>69</sup> Cf. Georgarakos et Inderst (2011).

<sup>70</sup> La Porta et al. (1998) constatent que les droits de propriété des principales entreprises cotées sont, dans l'ensemble, répartis plus largement dans les pays ayant fortement développé la protection des investisseurs que dans ceux où cette protection est plus faible.

ciers ou par les clients. Cela dépendra notamment du degré de concurrence et de la sensibilité des clients aux prix. Les coûts réglementaires concernant le respect des exigences légales en matière de documentation des produits, de formation des conseillers à la clientèle et de mise en œuvre des prétentions légales affecteront tous les prestataires de services financiers, tandis que l'assujettissement représentera une charge supplémentaire pour les gestionnaires de fortune, qui auront donc une possibilité limitée de répercuter les coûts réglementaires sur les clients.

## 5 Aspects pratiques de l'exécution

Les organes d'exécution compétents, à savoir la FINMA, les organes de médiation et les tribunaux, sont responsables de la mise en œuvre de la LEFin et de la LSFin. Les dispositions de ces deux lois ainsi que les ordonnances correspondantes, qui restent à élaborer, sont déterminantes pour évaluer les aspects pratiques de l'exécution, en particulier l'application par les acteurs économiques privés.

### FINMA

Basée sur les risques, l'approche actuelle de la FINMA en matière de surveillance est capitale pour la pertinence dans l'exécution. La surveillance des grands établissements interconnectés, et en particulier des segments présentant des risques élevés, est ainsi renforcée par rapport à celle des établissements plus petits ayant un profil de risque plus faible. Cette approche est complétée par un monitoring permanent du marché financier et par des contrôles ciblés<sup>71</sup>.

Les directives correspondantes (par ex. pour les éventuels organismes de surveillance) devraient être élaborées avant l'entrée en vigueur de la LEFin et de la LSFin. L'implication précoce des acteurs du marché peut également faciliter l'exécution de ces deux lois.

Il existe plusieurs possibilités d'éviter ou, du moins, de réduire les difficultés liées à la mise en œuvre. Tout d'abord, prévoir (au niveau des ordonnances) des modèles de demande standardisés, qui reposent si possible sur des solutions informatiques (par exemple pour l'autorisation en qualité d'établissement financier). Ensuite, adapter à temps les ressources disponibles. Enfin, réglementer la procédure d'autorisation (cf. ch. 4.1.6) contribuerait à améliorer la planification de la procédure d'autorisation pour les demandeurs. Des dispositions transitoires permettraient ainsi de tenir compte du fait que, du moins pendant la phase d'introduction de la loi, il faut s'attendre à un nombre relativement élevé de demandes d'autorisation, ce qui représente une charge supplémentaire.

### Organes de médiation

En vertu de la LSFin, l'organe de médiation, qui doit être reconnu, doit assurer une procédure rapide et non bureaucratique. Cela implique qu'il définisse les processus de gestion nécessaires de manière à pouvoir atteindre cet objectif. Le Département fédéral de justice et police (DFJP), autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance des organes de médiation, peut également contribuer à l'efficacité de la procédure en prévoyant par exemple des délais appropriés dans lesquels certaines mesures telles que l'audition des parties doivent être prises.

---

<sup>71</sup> Cf. objectifs stratégiques 2013-2016 de la FINMA.

## 6 Conclusion

L'analyse d'impact de la réglementation montre que les mesures prévues dans le projet global de loi sur les établissements financiers (LEFin) et de loi sur les services financiers (LSFin) sont propres à renforcer la protection des clients dans le secteur financier. Certains coûts augmenteront certes pour les personnes concernées, mais avec en contrepartie une amélioration des droits des clients et, partant, de l'attrait de la place financière suisse.

### Développements internationaux

La réglementation proposée en Suisse s'appuie sur les recommandations internationales et sur les dispositions en vigueur dans les pays avec lesquels il existe des relations clientèle étroites.

La protection des clients dans le secteur financier a été abordée au niveau international bien avant la crise financière de 2008. De nombreux pays, notamment ceux qui, comme la Suisse, disposent d'une place financière importante sur le plan mondial, ont adopté des lois en la matière avant cette crise. Depuis, le besoin de mesures supplémentaires est apparu au grand jour. Des principes prévoyant que la protection des consommateurs sur les marchés financiers constitue une part essentielle du cadre réglementaire et prudentiel national ont donc été définis au sein de l'OCDE. Ils doivent servir de base aux Etats membres de l'OCDE et du G20.

Tous les pays examinés soumettent les gestionnaires de fortune à une forme quelconque de surveillance prudentielle. Il existe également souvent des obligations de diligence concernant par exemple la vérification de l'adéquation et du caractère approprié des services ainsi que des prescriptions sur la documentation des contacts avec les clients. Tous les Etats membres de l'UE ont mis en place des obligations de divulgation concernant notamment le paiement de rétrocessions. Un médiateur ou une institution comparable est fréquemment l'interlocuteur privilégié des clients. Ses services sont généralement gratuits pour la clientèle, du moins lorsque les chances de succès sont claires.

### Rapport coûts/avantages

Les coûts non négligeables pour les gestionnaires de fortune s'accompagneront d'avantages pour tous les consommateurs actuels et potentiels des services financiers de prestataires suisses: ces clients auront la certitude d'obtenir un conseil compétent auprès des prestataires de services financiers et de pouvoir faire valoir des prétentions justifiées contre un établissement financier en cas de dommage. Les dispositions transitoires proposées visent toutefois à réduire au minimum les coûts des gestionnaires de fortune existants. De plus, pour limiter également les coûts d'exécution que la nouvelle législation occasionnera aux gestionnaires de fortune, les émoluments seront aussi peu élevés que possible.

La loi sur les services financiers (LSFin) fixe des règles de conduite (obligations de loyauté, de diligence, d'information et de documentation) à tous les prestataires de services financiers. Dans l'ensemble, ces obligations ne devraient engendrer chez ces derniers que des coûts d'adaptation uniques limités, car elles sont déjà prescrites au niveau de l'autorégulation ou font partie de la pratique courante. Les prestataires de services financiers seront responsables de la mise en œuvre des obligations définies dans la LSFin. Le registre des conseillers à la clientèle pourrait entraîner une charge supplémentaire.

La documentation concernant les caractéristiques des produits sert à informer les investisseurs et contribue dès lors à accroître l'attrait des produits financiers. Hormis l'obligation prévue de publier un prospectus pour les produits structurés, le droit en vigueur comprend déjà, sur le fond, des obligations analogues pour les offres publiques d'actions, d'obligations et de placements collectifs. Désormais, l'obligation de publier un prospectus est également

étendue aux entreprises non cotées. De plus, les prospectus devront être vérifiés par un organe de contrôle avant leur approbation, ce qui devrait engendrer des coûts pour l'entreprise concernée.

Il est impossible de chiffrer à l'avance l'augmentation des coûts que la solution proposée de financement des frais de procès entraînera pour les établissements financiers. Ceux-ci devraient adapter leur comportement et, par exemple, poursuivre l'amélioration qualitative des services proposés pour éviter autant que possible d'éventuels procès. Dans des cas extrêmes, ils pourraient également adapter leur offre de services à des groupes de clients précis. Cela étant, on ne peut exclure que les coûts résultant de ces améliorations ne soient au moins en partie répercutés sur les clients.

L'applicabilité de la LEFin et de la LSFin par les PME a été prise en compte de manière répétée, dans la mesure où l'objectif suprême de protection accrue des clients le permettait. La réglementation proposée sur la documentation des produits comprend une disposition transitoire pour les gestionnaires de fortune existants ainsi que des exceptions et des allègements pour les PME. Enfin, une réglementation appropriée et compatible avec les normes internationales en matière de contrôle des prospectus limitera les coûts d'opportunité – dommageables pour l'économie – auxquels toutes les entreprises devront faire face.

### **Attrait de la place économique**

Dans l'ensemble, les deux nouvelles lois sur les marchés financiers (LEFin et LSFin) renforceront l'attrait de la place économique suisse. On peut donc s'attendre à ce que la LSFin et la LEFin se traduisent par une amélioration de la qualité moyenne des services financiers proposés sur le marché. Elles permettront également de créer des possibilités de maintien et d'amélioration de l'accès au marché.

Avec ce projet global de nouvelle législation, la Suisse a l'occasion de se doter d'une réglementation des marchés financiers moderne et compréhensible, couvrant toutes les fonctions concernées, et d'accroître ainsi son attrait sur le plan international. Les dispositions actuelles, basées sur des lois sectorielles, seront remplacées par une réglementation dont les principes s'appliqueront à tous les établissements financiers et à toutes leurs activités. Tous les prestataires de services financiers devront notamment observer les mêmes règles de conduite et obéir aux mêmes prescriptions en matière de formation. Cela conduira non seulement à un ajustement des conditions de la concurrence ainsi qu'à une simplification et une uniformisation des législations précédentes, qui ont évolué au fil des années, mais également à un affaiblissement de l'autorégulation.

## Bibliographie

- Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). «Réglementation sur la production et la distribution de produits financiers aux clients privés – état des lieux, lacunes et options possibles (Rapport sur la distribution de produits financiers)». 2010.
- Bachmann, Kremena, und Thorsten Hens. «Risikowahrnehmung bei finanziellen Entscheidungen in der Schweiz.» *Working Paper Institut für Banking und Finance, Uni ZH*, 2011.
- Bernet, Beat, Matthias Hoffmann, und Andreas Mattig. «Der Schweizer Parabankebereich - Bestandesaufnahme und strategische Herausforderungen.» St. Gallen, 2008.
- Bhattacharya, Utpal, Andreas Hackethal, Simon Kaesler, Benjamin Loos, und Steffen Meyer. «Is unbiased financial advice to retail investors sufficient? Answers from a large field study.» *Review of financial studies*, 2012: 975-1032.
- Birchler, Urs, Daniel Ettl, Akkio Mettler, und Anja Zraggen. «Compliance-Kosten im Schweizer Private Banking.» Studie des Instituts für Banking und Finance der Universität Zürich im Auftrag der Vereinigung Schweizerischer Handels- und Verwaltungsbanken VHV, 2012.
- Bizzozero, Alessandro, und Christopher Robinson. *Cross-border Finanzgeschäfte aus der und in die Schweiz*. Übersetzung: Hedwig Dubler-Nüss. Fribourg: Schulthess, 2011.
- Brown, Martin, und Roman Graf. «Financial literacy, household investment and household debt: Evidence from Switzerland.» *Working Paper on Finance 13/1 HSG*, 2013.
- Bührer, Christian. *Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz*. Bern: Haupt Verlag, 2006.
- Campbell, John, Howell Jackson, Brigitte Madrian, und Peter Tufano. «Consumer financial protection.» *Journal of Economic Perspectives*, 2011: 91-114.
- Carlton, Dennis. «Why barriers to entry are barriers to understanding.» *American economic review*, 2004: 466-470.
- Che, Yeon-Koo. «Equilibrium formation of class action suits.» *Journal of Public Economics*, 1996: 339-361.
- Deffains, Bruno, und Eric Langlais. «Informational externalities and settlements in mass tort litigations.» *European Journal of Law and Economics*, 2011: 241-262.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA. «Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen (Vertriebsbericht).» 2010.
- Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF). «Checkliste Regulierungsfolgenabschätzung.» März 2013.  
<http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00459/00465/index.html?lang=de>.
- . «Handbuch Regulierungsfolgenabschätzung.» März 2013.  
<http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00459/00465/index.html?lang=de>.
- Georgarakos, Dimitris, und Roman Inderst. «Financial advice and stock market participation.» *ECB working paper 1296*, 2011.
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza, und Luigi Zingales. «Trusting the stock market.» *Journal of Finance*, Dezember 2008: 2557-2600.
- Hackethal, Andreas, Roman Inderst, Steffen Meyer, und Tilman Rochow. «Messung des Kundennutzens der Anlageberatung - Wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz.» 2011.
- Inderst, Roman, und Marco Ottaviani. «Competition through Commissions and Kickbacks.» *American Economic Review*, 2012: 780-809.
- . «Misselling through agents.» *American Economic Review*, 2009: 883-908.
- . «Financial Advice.» *Journal of Economic Literature*, 2012: 494-512.
- . «How (not) to pay for advice: A framework for consumer financial protection.» *Journal of Financial Economics*, 2012: 393-411.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, und Robert Vishny. «Law and

finance.» *Journal of Political Economy*, 1998: 1113-1155.

Lusardi, Annamaria, and Olivia Mitchell. «The economic importance of financial literacy: theory and evidence.» *Journal of Economic Literature*, 2014: 5-44.

McAfee, Preston, Hugo Mialon, and Michael Williams. «When are sunk costs barriers to entry? Entry barriers in economic and antitrust analysis.» *American Economic Review*, 2004: 461-465.

van Rooij, Maarten, Annamaria Lusardi, and Rob Alessie. «Financial literacy and stock market participation.» *Journal of Financial Economics*, 2011: 449-472.



## Annexe 1: la situation pays par pays

| Pays             | Assujettissement (Comment la surveillance (prudentielle) des gestionnaires de fortune est-elle réglementée?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Allemagne</b> | <p>La fourniture de services financiers nécessite l'autorisation écrite de l'autorité de surveillance, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) (cf. <i>Kreditwesengesetz</i>, <a href="http://www.gesetze-im-internet.de/kredwg/BJNR008810961.html#BJNR008810961BJNG001404377">http://www.gesetze-im-internet.de/kredwg/BJNR008810961.html#BJNR008810961BJNG001404377</a>). Les services financiers englobent non seulement l'intermédiation en matière de placements, mais aussi la gestion de portefeuilles financiers (gestion, pour le compte de tiers, de patrimoines investis dans des instruments financiers, avec marge de décision) et le conseil en placement. Les fournisseurs de services financiers sont en outre soumis à des obligations ultérieures, de contrôle notamment.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>France</b>    | <p>La surveillance prudentielle des gestionnaires de fortune est régie par le Code monétaire et financier, dont bon nombre de dispositions sont la transposition dans le droit national du droit européen correspondant.</p> <p>Le système français fait une distinction entre la gestion de fortune pour compte propre et la gestion de fortune pour le compte de tiers, laquelle comprend d'une part la gestion de placements collectifs (OPCVM, fonds de placement alternatifs, autres fonds) et d'autre part la gestion des placements de particuliers, d'entreprises ou d'investisseurs institutionnels (gestion de portefeuille).</p> <p>La gestion de portefeuille est généralement assurée par des personnes morales ou des sociétés de gestion de portefeuille. L'exercice de cette activité nécessite un agrément, lequel est attribué aux sociétés de gestion de portefeuille par l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui exerce par conséquent la surveillance prudentielle correspondante.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays-Bas</b>  | <p>La banque centrale des Pays-Bas est l'autorité de surveillance compétente pour exercer la surveillance prudentielle de tous les acteurs des marchés financiers, tandis que l'autorité néerlandaise des marchés financiers est chargée de faire respecter un comportement réglementaire et transparent sur les marchés. Dans ce cadre, elle contrôle les prospectus et délivre les autorisations de conseillers. Les détails sont réglés dans la section «Surveillance prudentielle des établissements financiers» de l'<i>Act on Financial Supervision (Wet op het financieel toezicht, Wft)</i> (<a href="http://www.afm.nl/en/professionals/regelgeving/wetten/wft.aspx">http://www.afm.nl/en/professionals/regelgeving/wetten/wft.aspx</a>).</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Italie</b>    | <p>Dans le domaine de la gestion de fortune, l'Italie fait une distinction entre la gestion collective et la gestion individuelle.</p> <p><b>La surveillance est partagée entre la Banca d'Italia et la Consob</b> (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) selon les différentes finalités établies par l'<b>art. 5 du TUF (D. Lgs. n. 58/1998)</b>.</p> <p>La <b>Consob</b>, dont les fonctions recouvrent tous les aspects liés à la <b>protection effective de l'épargne</b>, surveille les produits d'investissement et les émetteurs correspondants, les intermédiaires mandatés par les clients pour effectuer les placements et les marchés sur lesquels ceux-ci sont réalisés.</p> <p>Le <b>contrôle des produits financiers</b> (actions, obligations, titres d'Etat, parts de fonds communs d'investissement, etc.) a lieu en garantissant aux clients toutes les informations nécessaires pour effectuer et gérer leurs investissements en toute connaissance de cause (contrôle de transparence).</p> <p>Le <b>contrôle des intermédiaires</b> s'effectue par l'adoption de normes visant à protéger l'investisseur contre des comportements peu corrects susceptibles de le léser (contrôle d'honnêteté).</p> <p>Le <b>contrôle des marchés</b> s'exerce en assurant l'efficacité maximale dans les contrats, afin de permettre à l'investisseur de négocier de manière aisée les produits financiers, la qualité des prix, qui doivent être le reflet des composantes effectives du marché, ainsi que l'efficacité et la sécurité des modalités d'exécution des contrats.</p> |

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                           | <p><a href="http://www.consob.it">www.consob.it</a></p> <p>La <b>Banca d'Italia</b> vérifie que les <b>intermédiaires bancaires et financiers sont gérés de manière intègre et prudente</b>. «Intègre» signifie qu'ils doivent mener leur activité dans le plein respect des règles; «prudent», qu'ils ne prennent pas de risques menaçant leur existence ou celle des fonds qui leur sont confiés pour faire du profit. L'action de surveillance de la Banca d'Italia vise entre autres la stabilité, <b>l'efficience et la compétitivité du système financier du pays</b>. Elle préserve la transparence et le respect de la législation des services bancaires et financiers pour améliorer les rapports avec la clientèle. A cet effet, elle émet des normes techniques et veille à leur application correcte:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Elle contrôle l'activité de gestion des intermédiaires en examinant leur documentation et en effectuant des inspections dans leurs bureaux.</li> <li>• Elle sanctionne les comportements incorrects et peu transparents à l'égard de la clientèle.</li> </ul> <p>La Banca d'Italia encourage également les initiatives visant à développer la culture financière des citoyens afin de les rendre plus conscients de leurs choix financiers. <a href="http://www.bancaditalia.it">www.bancaditalia.it</a></p> <p>Il existe deux autres organes, le <b>Covip</b> (Commissione di vigilanza sui fondi pensione) et <b>l'Ivass</b> (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni):</p> <p><b>Covip</b>: il s'agit d'une autorité administrative indépendante qui surveille le bon fonctionnement du système des <b>fonds de retraite</b>, pour la protection des clients et de leurs fonds d'épargne destinés à la prévoyance complémentaire. Instituée par le décret de loi n° 124 du 21 avril 1993, la Covip opère sous sa forme actuelle – personnalité juridique de droit public – depuis 1996. Récemment la Covip s'est vu attribuer également des tâches de contrôle des investissements financiers et du patrimoine des caisses professionnelles privées ou privatisées. <a href="http://www.covip.it">www.covip.it</a></p> <p><b>Ivass</b>: la création de l'Ivass par décret de loi n° 95 du 6 juillet 2012 (<i>Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini</i>), devenu loi le 7 août 2012, vise à assurer la pleine <b>intégration de l'activité de surveillance</b> des assurances grâce à un lien plus étroit avec la surveillance de l'activité bancaire. <a href="http://www.ivass.it">www.ivass.it</a></p> <p>Les services de conseil en gestion patrimoniale peuvent être proposés par des fournisseurs de produits financiers comme par des conseillers en placement indépendants:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les <b>fournisseurs de produits financiers</b> travaillent pour des intermédiaires et doivent être agent-lié (<i>tied agents</i>).</li> <li>• Les <b>conseillers</b> sont indépendants, ne sont pas liés par un mandat et sont rétribués uniquement par le client (<i>fee only</i>).</li> </ul> <p>La révision de la directive européenne MiFID (2004/39/CE) prévoit de nouvelles normes sur l'indépendance des conseillers financiers en ce qui concerne leur rémunération (qui ne doit pas forcément être liée à la vente de produits spécifiques).</p> <p>Le texte fondamental pour les services financiers en Italie est le <b>décret de loi n° 58/1998</b>, art. 18/29, art. 18 (objet inconnu), art. 22 (séparation de patrimoine), art. 24 (gestion de portefeuille).</p> <p>Autre texte important, le règlement CONSOB n° 16190 du 29 juillet 2007 en matière d'organisation et de procédures pour les intermédiaires.</p> |
| <p><b>Luxembourg</b></p>  | <p>Selon l'art. 1, al. 1, de la loi MiFID, la CSSF (Commission de surveillance du secteur financier) est reconnue comme «l'autorité compétente», c'est-à-dire «l'autorité administrative luxembourgeoise investie de la mission publique de surveillance des marchés d'instruments financiers».</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p><b>Royaume-Uni</b></p> | <p>Conformément à l'art. 19 du <i>Financial Services &amp; Markets Act 2000 (FSMA)</i>, toute personne exerçant au Royaume-Uni des activités réglementées doit obtenir soit une autorisation soit une dispense explicite. Le site suivant donne un aperçu des activités réglementées: <a href="http://www.fca.org.uk/firms/about-authorisation/do-i-need-to-be-authorised">http://www.fca.org.uk/firms/about-authorisation/do-i-need-to-be-authorised</a>.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | <p>Assujettissement des gestionnaires de fortune à la Financial Conduct Authority (FCA); autorisation de la FCA nécessaire.<br/>Principales obligations:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• présentation de rapports réglementaires: <a href="http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/investment/regulatory-reporting">http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/investment/regulatory-reporting</a>;</li> <li>• traitement équitable des clients: <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/fair-treatment-of-customers">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/fair-treatment-of-customers</a>.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Danemark</b>   | <p>Question réglée dans la loi danoise n° 948 du 13 juillet 2013 sur les opérations financières. Une banque ne peut confier des activités de gestion de fortune qu'à des services dûment agréés par le ministère de la justice danois. Pour plus de détails sur les services de gestion de fortune agréés, consulter le répertoire du Department of Civil Affairs.<br/>Lien: <a href="http://civilstyrelsen.dk/fondskontor/Lovstof/forvaltningsafd.aspx">http://civilstyrelsen.dk/fondskontor/Lovstof/forvaltningsafd.aspx</a>.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Etats-Unis</b> | <p>La question de la surveillance est réglée en application de nombreux règlements et lois. Les lois principales sont les suivantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Investment Company Act</i> et <i>Investment Advisers Act</i> de 1940 (<a href="http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf">http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf</a>; <a href="http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf">http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf</a>);</li> <li>• <i>Securities Act</i> de 1933 (<a href="http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf">http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf</a>);</li> <li>• <i>Securities Exchange Act</i> de 1934 (<a href="http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf">http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf</a>);</li> <li>• <i>Sarbanes-Oxley Act</i> de 2002 (<a href="http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf">http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf</a>);</li> <li>• <i>Dodd-Frank Act</i> de 2010 (<a href="http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf">http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf</a>) et le</li> <li>• <i>Jumpstart Our Business Startups Act</i> de 2012 (<i>the «JOBS Act»</i>; <a href="http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf">http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf</a>).</li> </ul> <p>Au delà de ces lois, il apparaît que la surveillance peut dépendre de la forme d'une société ou du type d'activité qui pourrait être assujéti aux contrôles des différents régulateurs américains (ou à l'enregistrement auprès de ceux-ci). Il existe également une différence au niveau politique: l'Etat fédéral (et ses régulateurs) ont certaines attributions, tandis que d'autres tâches et responsabilités sont remplies au niveau des différents Etats (ceci dépend généralement de la valeur des biens gérés).</p> <p>Les <i>assets managers</i> américains se distinguent soit par leur forme commerciale, dont les trois principales sont:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• les banques,</li> <li>• les compagnies d'assurance et</li> <li>• les gestionnaires de fortune,</li> </ul> <p>soit par leur activité et le type de fonds gérés:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• les compagnies d'investissement enregistrées (<i>Registered Investment Companies</i>) – enregistrées selon l'<i>Investment Company Act</i>,</li> <li>• les fonds privés (<i>Private Funds</i>) – <i>Hedge Funds</i> ou <i>Private Equity Funds</i> qui sont généralement enregistrés auprès de la Security and Exchange Commission (SEC) ou auprès de régulateurs au niveau des Etats;</li> <li>• les fonds bancaires et de placements collectifs (<i>Bank Common and Collective Investment Funds</i>) – généralement exclus de l'application de l'<i>Investment Company Act</i>, mais soumis à des régulateurs bancaires;</li> <li>• des comptes séparés (<i>Separate Accounts</i>) qui ne sont réglés par aucune des lois précitées, mais dont les gestionnaires sont souvent enregistrés auprès de la SEC ou d'une agence d'un Etat fédéré.</li> </ul> <p>Les obligations d'enregistrement et d'information ainsi que les règles à appliquer doivent dès lors être définies au cas par cas, selon la forme ou le type de gestion et sur la base des lois et règles applicables. Un élément important est également la présence de plusieurs régulateurs opérant dans des domaines similaires, ce qui donne lieu à diverses obligations d'enregistrement et d'information et à une pléthore de règlements applicables.</p> |

**Au sujet des risques liés aux *assets managers* américains, cf. le rapport du Trésor américain publié fin septembre 2013:**

[http://www.treasury.gov/initiatives/ofr/research/Documents/OFR\\_AMFS\\_FINAL.pdf](http://www.treasury.gov/initiatives/ofr/research/Documents/OFR_AMFS_FINAL.pdf).

Alors qu'ils sont souvent utilisés l'un pour l'autre, les termes *licensing* (licence) et *registration* (enregistrement) ne sont pas totalement interchangeables. Les législations fédérale et étatiques sur les valeurs mobilières exigent de certains courtiers et conseillers qu'ils s'enregistrent pour se conformer à certaines lois et réglementations. Les agents, courtiers et conseillers individuels doivent détenir des licences leur permettant d'exercer des activités spécifiques comme la vente de valeurs mobilières ou de produits d'assurance.

L'enregistrement signifie qu'une entreprise ou un individu s'est enregistré au niveau étatique ou fédéral. Pour un individu, il n'atteste en rien l'acquisition d'une formation particulière ni l'obtention d'une quelconque certification volontaire. Pour une entreprise, il signifie qu'elle satisfait aux exigences requises et qu'elle a acquitté sa cotisation. Lors de la procédure d'enregistrement, les représentants de l'entreprise doivent attester l'exactitude des informations fournies. Ils s'engagent en outre à ce que leurs cadres et leurs employés détiennent les licences nécessaires. L'enregistrement est en principe obligatoire pour toute personne ou entreprise qui vend des valeurs mobilières. Il l'est aussi pour celles qui sont rémunérées pour définir des recommandations spécifiques, pour fournir des recommandations et des conseils spécifiques sur des investissements, pour gérer les portefeuilles ou les comptes de clients, et/ou pour offrir ou négocier la vente de services de conseil en placement.

Aux Etats-Unis, la **Financial Industry Regulatory Authority** (FINRA; <http://www.finra.org/>) régleme et supervise les activités de plus de 5050 sociétés de courtage, de près de 172 050 agences et de plus de 663 050 représentants de valeurs mobilières enregistrés. Un conseiller financier ou un courtier a besoin d'une licence pour fournir tout type de conseil sur les placements en valeurs mobilières. Exemples de licences nécessaires pour promouvoir la vente d'actions: **Series 7 (General Securities exam; <http://www.sec.gov/answers/series7.htm>)**, **Series 63 (State Securities exam; <http://www.nasaa.org/industry-resources/exams/series-63-resources/>)** et **Series 65 ou 66 (Uniform Investment Adviser Law Exam; <http://www.nasaa.org/industry-resources/exams/series-65-66-resources/>)**.

La SEC collabore avec la FINRA; elle est la principale responsable de la mise en œuvre des lois fédérales sur les valeurs mobilières et de la réglementation du secteur des valeurs mobilières, des bourses et des marchés d'options et des autres marchés de valeurs mobilières électroniques aux Etats-Unis.

Le *Dodd-Frank Act* et les règles de la SEC ont relevé le seuil au-delà duquel tout conseiller en placement doit s'enregistrer à la SEC de 30 millions à 110 millions de dollars américains d'actifs sous gestion. Avant juillet 2011, un conseiller en placement réglementé par l'Etat dans lequel il avait son siège et son principal établissement avait généralement l'interdiction de s'enregistrer à la SEC à moins d'avoir un minimum de 25 millions de dollars d'actifs sous gestion. Il était censé s'y enregistrer à partir de 30 millions de dollars d'actifs sous gestion. Désormais, le montant minimum des actifs sous gestion pour s'enregistrer à la SEC est de 110 millions de dollars, des dérogations étant possibles en fonction de la taille des actifs sous gestion et de la conformité du conseiller avec d'autres exigences.

Cela signifie que les autorités de réglementation des valeurs mobilières des Etats contrôlent directement un nombre important de conseillers en placement qui étaient précédemment soumis à la réglementation de la SEC. Les conseillers de plus grande envergure (plus de 100 millions de dollars d'actifs sous gestion), restent enregistrés à la SEC et assujettis, par conséquent, à la réglementation fédérale (qui prime pour eux sur la législation des Etats en matière d'enregistrement, de licence et de qualification des conseillers en placement).

Certains conseillers opérant dans plusieurs Etats doivent également s'enregistrer auprès de la SEC, de même que certains conseillers opérant sur Internet. Si un conseiller n'a pas les qualifications requises pour s'enregistrer auprès de la SEC, il doit le faire dans les Etats dans lesquels il a un bureau de même que dans chacun des Etats dans lesquels sont domiciliés ses clients. La plupart des Etats prévoient des dérogations de minimis, en exemptant par exemple de l'enregistrement les conseillers qui ont moins de six clients (nombre variable d'un Etat à l'autre).

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Singapour</b>   | Les gestionnaires de fortune sont placés sous la surveillance de la Monetary Authority of Singapore (MAS), qui assure également la réglementation de leurs activités.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Pays</b>        | <b>Assujettissement (Les conseillers en placement sont-ils soumis à une surveillance (prudentielle)?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Allemagne</b>   | Oui. Cette surveillance, analogue à celle à laquelle sont soumis les services d'investissement, est également assurée par la Bafin.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>France</b>      | Le droit français prévoit le statut de conseiller en investissements financiers (CIF), qui est accessible aux personnes physiques et aux personnes morales. Le CIF a le droit d'exercer trois types d'activités: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le conseil en investissements en tant que tel. C'est son activité de base, qui consiste au minimum à faire le point sur la situation financière d'un client et à le conseiller sur l'évolution de son patrimoine. Peu importe en l'occurrence si ce service débouche ou non sur une transaction financière concrète.</li> <li>• Une certaine forme de distribution de placements. Le CIF peut, à condition que cela ait un rapport direct avec son activité de conseil, accepter et transmettre des mandats en relation avec des parts d'organismes de placement collectif (OPCVM). La distribution d'autres instruments financiers lui est interdite.</li> <li>• Le démarchage. Il s'agit d'une particularité française, strictement réglementée (cf. question concernant la réglementation transfrontalière). Le CIF peut démarcher des clients dans le cadre de son activité de conseil, à condition que cette activité ait lieu en collaboration avec un prestataire de services d'investissement.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Pays-Bas</b>    | Les conseillers en placement et les gestionnaires de fortune sont enregistrés auprès de l'Autorité de surveillance des marchés financiers (AFM). L'attribution des agréments est réglementée par le Wft. L'AFM est l'autorité de surveillance compétente. La surveillance prudentielle incombe à la Banque nationale. Des exceptions sont prévues.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Italie</b>      | Les conseillers en placement sont soumis à la surveillance prudentielle.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | Cf. réponse à la question ci-dessus, page 50.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Royaume-Uni</b> | Cf. réponse à la question ci-dessus, page 50. Ils ont besoin, comme les gestionnaires de fortune, de l'autorisation de la FCA. <u>Exceptions</u> : ceux que l'on appelle les <i>introducers</i> ou <i>appointed representatives</i> sont exemptés de cette autorisation pour autant que leurs conseils ne contiennent aucune forme de démarchage, uniquement la présentation de produits financiers ou la mise en relation avec des gestionnaires de fortune (réglementés). Sont également exemptés les <i>overseas persons</i> (pas d'entreprise permanente au Royaume-Uni; secteur d'influence très limité).<br>Cf. <a href="http://www.lexology.com/library/detail.aspx?q=69eed2ca-2c9f-4729-a0ce-1ee6d584b0d1">http://www.lexology.com/library/detail.aspx?q=69eed2ca-2c9f-4729-a0ce-1ee6d584b0d1</a> .<br><br>L'entrée en vigueur de la <i>Retail Distribution Review</i> de la FCA le 31 décembre 2012 a créé une distinction entre les conseillers indépendants ( <i>independent advisers</i> ) et les conseillers restreints ( <i>restricted advisers</i> ). Les premiers sont soumis à des exigences encore plus strictes, surtout en ce qui concerne le portefeuille qu'ils proposent: <a href="http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/financial-adviser/independent-advice">http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/financial-adviser/independent-advice</a> . Les conseillers restreints sont soit spécialisés dans un domaine (les pensions, par ex.), soit rattachés à une entreprise, ce qui fait qu'ils ne sont pas indépendants. Conformément à ces règles, le conseil en placement est en outre payant (rétrocessions interdites; cf. ci-dessous). |
| <b>Danemark</b>    | Oui. La surveillance est assurée par la Danish Financial Supervisory Authority (DFSA).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Etats-Unis</b>  | Les <i>investment advisers</i> sont soumis aux règles de la SEC en application de l' <i>Investment Company Act</i> et de l' <i>Investment Advisers Act</i> . Il faut tout d'abord vérifier si les conseillers tombent sous la qualification d' <i>investment advisers</i> :<br><br>«... toute personne qui, contre rémunération, fournit à autrui des conseils, soit directement soit par l'intermédiaire de publications ou d'écrits, sur la valeur de titres ou sur l'opportunité d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières ou d'y investir, ou qui, contre rémunération et dans le cadre d'une activité régulière, formule ou publie des analyses ou des rapports sur les valeurs mobilières...».<br><br>Selon la nature de l'activité de chaque société ou individu, il se peut qu'une même personne soit enregistrée auprès de plusieurs régulateurs (par ex. auprès de la SEC et de                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | <p>la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) en même temps pour des activités différentes, selon les critères mis en place par chaque régulateur): <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/iaregulation/memoia.htm">http://www.sec.gov/divisions/investment/iaregulation/memoia.htm</a>.</p> <p>À relever aussi qu'il existe des catégories qui – bien qu'elles puissent remplir le critère susmentionné – sont exemptées de s'enregistrer (et échappent donc à la surveillance: notamment «<i>tout avocat, comptable, ingénieur ou enseignant qui fournit exclusivement de tels services en marge de son activité professionnelle</i>» est exclu de la définition de l'<i>investment adviser</i> (Advisers Act, section 202(a)(11)(B)).</p> <p>Comme rappelé plus haut, chaque situation doit être interprétée par les autorités compétentes au cas par cas. Il est ainsi difficile parfois de déterminer les obligations de conformité que chacun des acteurs concernés doit respecter.</p> <p>De plus, le <i>Dodd-Frank Act</i> a introduit des modifications importantes quant à la surveillance et aux critères applicables (<a href="http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/hedgefundadvisers.shtml">http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/hedgefundadvisers.shtml</a>), comme le fait que de nombreux acteurs doivent désormais s'enregistrer auprès des régulateurs des Etats et non plus auprès de la SEC (un résumé des modifications est disponible à cette adresse: <a href="http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2011/Jan/20103194.htm">http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2011/Jan/20103194.htm</a>).</p> <p>La situation actuelle ne permet pas encore de définir exactement qui est assujéti aux règles de surveillance et quelle est l'étendue de ces règles: de nombreuses règles d'application n'ont été que proposées et nécessitent une décision finale, en particulier de la part des régulateurs chargés de les appliquer.</p> |
| <b>Singapour</b>  | Les <i>financial advisers</i> (conseillers en placement) sont placés sous la surveillance de la MAS, qui assure également la réglementation de leurs activités.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays</b>       | <b>Assujettissement</b> ( <i>Y a-t-il une distinction entre gestion de fortune et conseil en placement? Si oui, selon quels critères?</i> )                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Allemagne</b>  | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>France</b>     | <p>Contrairement au gestionnaire de fortune, le CIF n'a pas besoin de l'autorisation formelle de l'autorité de surveillance. Il est soumis à une autorégulation encadrée par les autorités. Il doit toutefois être immatriculé auprès du registre national des intermédiaires financiers, adhérer à l'une des six associations professionnelles du secteur et respecter les règles de cette association. Les associations professionnelles doivent être agréées par l'AMF.</p> <p>En renonçant à l'autorisation globale, prévue par le droit européen, de tous les conseillers en placement considérés comme des prestataires de services d'investissement soumis à autorisation en vertu de la MiFID I, la France profite des dérogations nationales facultatives prévues par la MiFID. Les quelque 5000 conseillers en placement français qui se contentent d'une immatriculation, renonçant à demander une autorisation, se privent toutefois des avantages du passeport européen et ne peuvent proposer leurs services qu'en France.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Pays-Bas</b>   | Oui. Cette distinction est réglée dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ( <i>Alternative Investment Fund Manager, AIFM</i> ) de l'UE, entrée en vigueur le 22 juillet 2013.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Italie</b>     | <p>Il y a une distinction entre gestion du patrimoine et activités de conseil en placement: ces deux services distincts sont réglés par le <b>Testo Unico sul' intermediazione finanziaria (TUF), D. Lgs. n. 58/1998</b>.</p> <p>A ce sujet, cf. ci-dessous.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Luxembourg</b> | <p>Non, il n'y a pas de différence. Types de contrôle: les entreprises d'investissement et les sociétés de gestion sont soumises à des contrôles externes réguliers au sein de leur entreprise, contrôles qui s'ajoutent aux audits internes et à la <i>compliance</i> interne.</p> <p>Remarques: la directive MiFID fournit peu d'éléments sur la manière de transposer et d'appliquer son contenu, par exemple, sur la procédure à suivre lorsqu'un client refuse de fournir des informations. La MiFID II devrait être plus claire et détaillée, notamment en ce qui concerne les <i>suitability tests</i> et le conseil à la clientèle encline aux produits à</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | risques.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Royaume-Uni</b> | <p>Oui. Selon le <i>FCA/PRA Handbook</i>, on entend par</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>gestionnaire de fortune</b> (<i>investment manager</i>):             <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) toute personne qui, agissant pour le seul compte d'un client:                 <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) gère des placements désignés dans un compte ou un portefeuille à titre discrétionnaire, en vertu d'un accord de gestion discrétionnaire, ou</li> <li>(b) gère des placements désignés dans un compte ou un portefeuille à titre non discrétionnaire, en vertu d'un accord de gestion non discrétionnaire.</li> </ul> </li> <li>(2) (dans les «Listing Rules») toute personne qui, pour le compte d'un client, gère des investissements sans être une filiale à 100 % du client.</li> </ul> </li> <li>- <b>conseiller en placement</b> (<i>investment adviser</i>): (en relation avec un fonds autorisé) toute personne liée à une ICVC (société d'investissement à capital variable), à ses directeurs ou à son ACD (<i>authorized corporate director</i>), au gestionnaire d'un AUT (<i>authorized unit trust scheme</i>) ou à un <i>authorized contractual scheme manager</i> d'un ACS80 par un arrangement commercial qui n'est pas un contrat de travail:             <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) pour leur fournir des conseils en relation avec le fonds autorisé quant à l'intérêt des occasions de placement, ou des informations permettant de juger de l'intérêt des occasions de placement, ou</li> <li>(b) pour exercer pour leur compte toute fonction concernant la gestion des actifs.</li> </ul> </li> </ul> |
| <b>Danemark</b>    | Oui. Au Danemark, la gestion de fortune est assurée par les banques et les sociétés de courtage, qui reçoivent une procuration de leur client pour agir en son nom. Le conseil en placement est régi par la loi sur les conseillers financiers (loi n° 599 du 12.6.2013). Cette loi ne s'applique pas au conseil portant sur des produits financiers que l'entreprise propose en son nom propre ou au nom d'un tiers. Cette activité relève de la loi sur les opérations financières.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Etats-Unis</b>  | En fait, le terme de <i>investment adviser</i> inclut très souvent les <i>assets managers</i> (cf. à ce sujet <a href="http://www.finra.org/Investors/SmartInvesting/GettingStarted/SelectingInvestmentProfessional/">http://www.finra.org/Investors/SmartInvesting/GettingStarted/SelectingInvestmentProfessional/</a> ).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Singapour</b>   | Oui, selon des critères analogues à ceux appliqués en Suisse. Les gestionnaires de fortune sont assujettis au <i>Securities and Futures Act</i> (SFA, <a href="http://statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p">http://statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p</a> ), les conseillers en placement au <i>Financial Advisers Act</i> (FAA). Ces deux lois s'appuient sur un large éventail d'instruments de réglementation. Par ailleurs, un <i>financial adviser</i> (conseiller en placement) ne peut se déclarer indépendant (FAA, paragraphe 21) que s'il remplit certaines conditions. Il ne doit pas exemple pas accepter d'un fournisseur de produits des commissions pouvant entraîner un conflit d'intérêts ni imposer des restrictions directes ou indirectes concernant les produits financiers recommandés.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays</b>        | <b>Distribution (A quelle obligation de diligence (duty of care) le conseiller à la clientèle est-il tenu vis-à-vis de ses clients?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Allemagne</b>   | <p>Il convient d'évoquer ici la réforme du conseil et de l'intermédiation adoptée en 2013. A partir de l'entrée en vigueur de la <i>Honorarberatungsgesetz</i> en août 2014, les conseillers en placement rémunérés par honoraires devront créditer immédiatement et intégralement toute commission au client. Ils devront s'inscrire sur un registre public et ne pourront plus être rémunérés à la commission. Les banques qui proposent leurs conseils selon les deux modes de rémunération devront observer une séparation stricte des deux filières.</p> <p>Le conseiller doit veiller à ce que les placements soient appropriés et pertinents, sauf si le client l'en dispense expressément.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>France</b>      | En droit français, tous les prestataires de services d'investissement et les entreprises d'investissement au sens de la MiFID I, y compris les gestionnaires de fortune (ou de portefeuille) et les conseillers en placement ayant opté pour le statut de prestataire de services d'investissement soumis à autorisation, doivent remplir une vaste obligation de diligence. Les conseillers en placement simplement immatriculés et soumis à la surveillance des associations professionnelles doivent respecter des règles analogues, réunies dans un code de bonne conduite. Ces règles sont toutefois un peu moins strictes.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Pays-Bas</b>    | Le projet de loi visant à instaurer une obligation de diligence pour les conseillers à la clientèle est entré en vigueur le 1 <sup>er</sup> janvier 2014.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Italie</b>      | En Italie, la distribution se différencie du conseil en placement. Il existe des examens pour les fournisseurs de services financiers, les intermédiaires et les prestataires de services financiers.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | <p>Pour plus d'informations, prière de consulter directement les sites Internet des associations qui s'occupent des évaluations des examens, des inscriptions, des formations et des prérequis nécessaires.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pour les <b>fournisseurs de services financiers</b>: l'APF (<a href="http://www.albopf.it">www.albopf.it</a>), l'organisme de l'association professionnelle des fournisseurs de services financiers.</li> <li>- Pour les <b>prestataires de services financiers et les intermédiaires</b>: l'OAM (<a href="http://www.organismo-am.it/">http://www.organismo-am.it/</a>), organisme des prestataires de services financiers et des intermédiaires.</li> </ul> <p>Pour les produits d'assurance, consulter le site Internet de l'Ivass (<a href="http://www.ivass.it/ivass/imprese_jsp/HomePage.jsp">http://www.ivass.it/ivass/imprese_jsp/HomePage.jsp</a>) et le Codice delle assicurazione private (<b>décret de loi du 7.9.2005, n° 209</b>), et les art. 18 à 30 du TUF, D . Lgs. n. 58/1998.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | L'obligation de diligence fait partie des priorités de la MiFID. Il existe des <i>suitability tests</i> et des <i>appropriateness tests</i> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Royaume-Uni</b> | La FCA a instauré en 2007 un programme de traitement équitable des clients ( <i>Treating Customers Fairly, TCF</i> ), dont les règles n'ont cependant aucun caractère obligatoire. Cf. <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/fair-treatment-of-customers">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/fair-treatment-of-customers</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Danemark</b>    | L'obligation de diligence générale est inscrite dans la loi sur l'obligation de diligence (BEK n° 1406 du 20.12.2012). Elle s'appuie sur les directives 1992/49/CEE et 2005/29/CE. Les valeurs mobilières sont réglementées par la loi sur la protection des investisseurs (BEK n° 984 du 6.8.2013), qui s'appuie sur les directives MiFID et 2006/73/CE. Il existe en outre une loi spécifique sur les compétences requises de la part des conseillers en investissements (BEK n° 346 du 15.4.2011).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Etats-Unis</b>  | <p>En ce qui concerne les <i>broker-dealers</i>, ceux-ci doivent notamment appliquer les critères suivants vis-à-vis de leurs clients:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Adéquation</i>: tout <i>broker-dealer</i> qui fait une recommandation à un client particulier doit avoir de bonnes raisons de croire que cette recommandation est adéquate par rapport au portefeuille, à la situation financière et aux besoins de ce client.</li> <li>- <i>Caractère raisonnable</i>: un <i>broker-dealer</i> ne peut pas recommander une valeur mobilière si cette recommandation n'est pas adéquate ni fondée sur des critères raisonnables.</li> <li>- <i>Interdiction des marges excessives</i>: une marge de 5 % pour une valeur mobilière est une marge raisonnable (il s'agit là d'une recommandation, non d'une règle stricte).</li> <li>- <i>Meilleure exécution possible</i>: un <i>broker-dealer</i> est en outre tenu d'exécuter rapidement les ordres de ses clients, avec une diligence raisonnable, en recherchant les conditions les plus favorables possibles compte tenu des circonstances</li> </ul> <p>Pour ce qui a trait aux <i>investment advisers</i> (conseillers en placement):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ils doivent opérer dans l'intérêt de leurs clients en appliquant les <b><i>fiduciary duties</i></b>. Ces obligations fiduciaires des prestataires financiers à l'égard de leurs clients sont un élément important de leurs obligations légales (et des droits de leurs clients). Contrairement à une obligation contractuelle (qui réserve aux parties la possibilité de privilégier leurs propres intérêts en vertu d'une contrainte de bonne foi plutôt vague), les obligations fiduciaires engagent à agir pour le compte d'autrui avec toute la <b>bonne foi, l'honnêteté, la confiance, la diligence et la franchise requises</b>.</li> </ul> <p><b>Les obligations des <i>investment advisers</i> sont décrites dans le document suivant de la SEC de mars 2013:</b> <a href="http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf">http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf</a>.</p> <p>Ici une information de la SEC pour les <i>investment advisers</i> nouvellement enregistrés: <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm">http://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm</a>.</p> |



|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Singapour</b>   | Les obligations de diligence du gestionnaire de fortune sont très étendues et découlent de la <i>Securities and Futures Regulation</i> (cf. <a href="http://statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p">http://statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p</a> ). Les risques et les devoirs d'information revêtent à cet égard une grande importance. En vertu du Financial Advisers Act, partie IV, les <i>financial advisers</i> (conseillers en placement) doivent vérifier l'adéquation d'un produit avant de le vendre ou de le proposer.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Pays</b>        | <b>Distribution (L'adéquation et le caractère approprié font-ils l'objet d'une évaluation, comme le prévoit la MiFID? Si oui, selon quelles modalités?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Allemagne</b>   | Oui. Selon les principes exposés dans la MiFID.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>France</b>      | Conformément aux règles de bonne conduite énoncées dans la MiFID I, le droit français impose une évaluation de l'adéquation du conseil en placement et de la gestion de fortune. Cette évaluation porte sur les quatre critères habituels: 1) compétences, 2) expérience, 3) situation financière et 4) objectifs de placement du client. L'évaluation du caractère approprié se limite quant à elle aux compétences et à l'expérience du client et ne concerne que les prestations ne comprenant ni conseil en placement ni gestion de fortune.<br>Si un client refuse de fournir au conseiller en placement ou au gestionnaire de fortune les informations requises, le droit français impose au prestataire de se retirer. La MiFID I en revanche précise simplement que le client sera averti de ce que le manque d'informations ne permettra pas de sélectionner le produit qui lui convient le mieux.                                                                                                                         |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, selon les principes prévus par la MiFID.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Luxembourg</b>  | - <u>Caractère approprié</u><br>Produits concernés: les produits et services qui entrent dans la catégorie des «execution only» ou des «produits risqués». Contenu du test: informations sur l'expérience et les connaissances du client. Le test exige seulement d'avertir le client sur les produits ou services désirés et de l'informer s'ils sont appropriés pour lui. Le test n'a pas d'effet contraignant, le client est libre de décider s'il veut acheter le produit ou le service.<br>- <u>Adéquation</u><br>Test plus approfondi. Les risques et coûts du produit ou service sont détaillés, ainsi que la situation financière du client, son expérience en matière d'investissement et ses objectifs d'investissement. Dans la pratique, le test prend la forme d'un catalogue de questions qui vise à établir le profil du produit ou service sur une échelle de catégories de risques de 1 à 5. L'établissement a l'interdiction de recommander ou de vendre un produit qui ne convient pas au profil du client.      |
| <b>Royaume-Uni</b> | Il existe des évaluations détaillées de l'adéquation et du caractère approprié de secteurs non réglementés par la MiFID. Elles sont toutefois limitées aux particuliers et aux gestionnaires d'actifs de caisses de pension.<br>Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/9">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/9</a> et <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/10">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/10</a> .<br><br>NB: Les placements collectifs complexes et non réglementés destinés aux particuliers (revenus < 100 000 GBP, patrimoine investi < 250 000 GBP) sont interdits depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2014. Cf. <a href="http://www.fca.org.uk/news/policy-statements/ps13-03-restrictions-on-the-retail-distribution-of-unregulated-collective-investment-schemes-and-close-substitutes">http://www.fca.org.uk/news/policy-statements/ps13-03-restrictions-on-the-retail-distribution-of-unregulated-collective-investment-schemes-and-close-substitutes</a> . |
| <b>Danemark</b>    | Oui, en vertu de la loi sur la protection des investisseurs évoquée plus haut.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Etats-Unis</b>  | Cf. réponse précédente (en particulier <b>FINRA RULE 2111</b> : <a href="http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&amp;element_id=9859">http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&amp;element_id=9859</a> ).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Singapour</b>   | Oui, les conseillers en placement doivent par exemple vérifier l'adéquation des produits pour tous les clients, à l'exception des investisseurs institutionnels, des investisseurs professionnels et des investisseurs accrédités. Le test doit porter sur plusieurs aspects: outre l'objectif de placement et les risques clés, il faut également tenir compte de la nature et des caractéristiques des produits. Un produit jugé non approprié ne peut pas être vendu au client.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays</b>        | <b>Distribution (Existe-t-il une obligation d'information (sur les risques et les frais, par ex.) vis-à-vis du client? Si oui, selon quelles modalités?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Allemagne</b>   | Oui. Les modalités sont fixées dans l'ordonnance <i>WpDVerOV</i> , paragraphes 4 et 5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Les risques doivent être clairement identifiables. Le client doit pouvoir comprendre les comparaisons entre produits et l'historique du produit. Les frais et les frais annexes doivent être inclus dans le prix global, et le client doit pouvoir les vérifier. Les commissions éventuelles doivent être mentionnées à part.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>France</b>      | L'entreprise d'investissement a un devoir d'information très étendu. Les informations fournies doivent d'abord répondre à des critères détaillés. Elles ne doivent pas induire en erreur, par exemple. Leurs sources doivent être mentionnées, et tout comparatif entre plusieurs prestations d'investissement doit être équilibré. Le client doit pouvoir faire une distinction nette entre la performance passée d'un placement et son évolution attendue. Par ailleurs, le contenu du matériel publicitaire ne doit pas s'écarter de l'activité réelle du prestataire de services, lequel doit fournir de nombreuses informations sur lui-même. Les instruments financiers proposés doivent être clairement attribuables aux catégories classiques de la clientèle professionnelle et de la clientèle non professionnelle. Outre les risques possibles, le prestataire doit avertir le client de l'éventuelle volatilité des prix et de la possibilité d'un engagement financier supplémentaire de sa part (au-delà du coût de la prestation initialement prévu, en raison d'un appel de marge, par ex.).<br>Tous les frais, y compris les taxes, commissions et impôts, doivent être clairement mentionnés. Le choix, par le conseiller, d'un instrument de placement donné ou du type d'exécution d'un mandat doit être justifié. L'entreprise d'investissement doit aussi signaler tout conflit d'intérêts potentiel entre elle-même et le client. |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, les modalités en sont fixées dans la loi sur la surveillance financière <i>Wft. La financiële bijsluiter</i> (feuille d'information) expose le coût, le rendement et les risques du produit financier. Plus de détails: <a href="http://www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/informatieverstrekking/fb.aspx">www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/informatieverstrekking/fb.aspx</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Luxembourg</b>  | Oui, il existe un devoir d'information découlant des directives européennes. Dans la pratique, le client est souvent confronté à un nombre très élevé d'informations sans qu'on sache s'il les a véritablement lues et comprises.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Royaume-Uni</b> | Cf. les règles relatives aux produits au paragraphe suivant.<br><br>Outre les obligations d'information découlant des directives européennes, il existe d'autres obligations d'information détaillées qui s'appliquent uniquement aux clients résidant au Royaume-Uni. Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/6">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/6</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Danemark</b>    | Oui. Concernant les <b>risques</b> : depuis le 1 <sup>er</sup> juillet 2011, les produits d'investissement sont répartis en trois groupes: rouge, jaune et vert, conformément à la communication sur la caractérisation des risques. La catégorie verte regroupe des produits transparents assortis d'un risque très faible de perdre le montant investi. La catégorie jaune regroupe des produits relativement transparents assortis du risque de perdre tout ou partie du montant investi. Les produits de la catégorie rouge sont très peu transparents, et l'investisseur risque de perdre plus que le montant investi.<br>Les <b>frais</b> ne font l'objet d'aucune disposition légale particulière, mais d'un accord entre l'association de protection des consommateurs, le ministère de l'économie et de la croissance et l'union danoise des banquiers, lequel prévoit que les frais réels annuels (en %) doivent être communiqués au client une fois par an.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Etats-Unis</b>  | <i>Disclosure rules and obligations</i> (règles et obligations en matière de divulgation, cf. document de la SEC de mars 2013 cité plus haut).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Singapour</b>   | Le devoir d'information est inscrit dans les <i>Securities and Futures Regulations (SFR)</i> . Le gestionnaire de fortune est tenu d'informer les clients des frais et des risques liés aux produits et de maintenir ces risques aussi faibles que possible. Les SFR prévoient des obligations spécifiques en matière d'information selon le type de prestations choisi par le client (lorsque le gestionnaire de fortune effectue lui-même des opérations boursières, par ex.).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Pays</b>        | <b>Distribution</b> (Le conseiller à la clientèle a-t-il des obligations en matière de documentation et/ou d'inventaire? Si oui, selon quelles modalités?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Allemagne</b>   | Oui. Selon la <i>WpHG</i> , paragraphe 34, une entreprise d'investissement est tenue de rédiger un procès-verbal pour tout conseil en placement proposé à un client privé. Ce procès-verbal doit être signé par le conseiller en placement concerné et remis au client, sur support papier ou sur un autre support durable, immédiatement après le conseil en placement ou en tout cas avant la conclusion d'une opération fondée sur le conseil en placement. Tous les documents requis doivent être conservés au moins cinq ans après leur établissement.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Les modalités d'application de la loi sont réglées dans l'ordonnance <i>WpDVerOV</i> , paragraphe 14 (obligations de consignation et de conservation) et dans la circulaire <i>MaComp</i> , BT 6 (exigences en matière de procès-verbaux de conseil). Selon l'alinéa 6, le procès-verbal doit mentionner: a) le motif du conseil en placement, b) la durée de l'entretien, c) les informations sur la situation personnelle du client ainsi que sur les instruments financiers et les services d'investissement faisant l'objet du conseil, d) les souhaits exprimés par le client, et e) les recommandations formulées, avec indication des motifs.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>France</b>      | Toute prestation financière liant un client non professionnel à une entreprise d'investissement doit faire l'objet d'une <u>convention</u> écrite. Le conseil en placement est dispensé de cette obligation.<br><br>Les mandats exécutés doivent être <u>documentés</u> en détail. Le client reçoit un avis comportant 14 ou 15 renseignements concrets (jour et heure de l'exécution, lieu de l'exécution, prix d'achat et de vente, taxes, etc.).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, cf. dernière question, page 75.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Luxembourg</b>  | Sur le devoir d'établir un protocole: non, pas de réglementation à ce sujet au Luxembourg contrairement à l'Allemagne. Sur le devoir de documentation: selon les directives européennes, une fois par an. De nombreux établissements informent également leurs clients au moyen d'entretiens téléphoniques enregistrés, sans que cette pratique soit obligatoire.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Royaume-Uni</b> | Oui, il existe des obligations détaillées, qui englobent le devoir de documentation, notamment des contacts téléphoniques et électroniques. Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/11">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/11</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Danemark</b>    | Il y a une distinction entre devoir de consignation interne et externe. En interne, l'obligation est réglée au paragraphe 71 de la loi sur les opérations financières, sous «Direction d'entreprise». En externe, l'obligation de consigner toute convention importante par écrit ou «par un autre moyen pérenne» est évoquée au paragraphe 6 de la loi sur l'obligation de diligence (BEK du 20.12.2012).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Etats-Unis</b>  | Les <b>broker-dealers</b> enregistrés sont tenus d'établir et de conserver un certain nombre de rapports concernant leurs activités: informations sur les comptes, rapports de transaction, relevés de compte, procès-verbaux d'ordres, confirmations de transaction, antécédents de personnes associées à l'entreprise (y c. historique disciplinaire), et une liste des bénéficiaires de valeurs mobilières immatriculées au nom d'un courtier.<br><br>La SEC exige aussi des <b>conseillers en placement</b> qu'ils conservent un nombre important de dossiers relatifs aux comptes de leurs clients, aux contacts clientèle et à leurs opérations sur une période de cinq ans. Les types de dossiers à conserver comprennent à la fois ceux qui reflètent des contacts spécifiques avec les clients et ceux que la SEC juge représentatifs de l'exécution des obligations fiduciaires, à savoir, entre autres, le relevé des transactions effectuées par une entreprise de conseil en placement et des transactions personnelles de ses employés, la copie des publicités, la copie des communications à l'intention des clients, et les preuves que la publicité est fondée sur des performances. |
| <b>Singapour</b>   | Oui, ces obligations sont régies par le SFA, notamment aux paragraphes 39, 46 ZE et 102. Pour les conseillers en placement, le paragraphe 18 du <i>Financial Advisers Act</i> prévoit l'obligation de documenter le respect des obligations de diligence et de conserver ces documents pendant au moins cinq ans.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays</b>        | <b><i>Distribution (Quelles sont les règles applicables aux rémunérations de tiers? Y a-t-il des interdictions ou des obligations d'information?)</i></b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Allemagne</b>   | Il n'y a pas d'interdiction générale des commissions, mais une vaste obligation d'information et une séparation nette entre conseils rémunérés par honoraires et conseils rémunérés à la commission.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>France</b>      | Le modèle économique français actuel du conseil en placement repose dans une large mesure sur le paiement de <u>rétrocessions</u> . Selon les informations fournies par les associations concernées, quelque 80 % des chiffres d'affaires entraînent des paiements entre les producteurs ou émetteurs d'instruments financiers et les distributeurs. Les 20 % restants génèrent des honoraires. Il est toutefois probable que le gros des rétrocessions concerne des polices d'assurance. Les rétrocessions et leur calcul doivent être                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | exposés clairement au client et permettre d'améliorer la qualité de la prestation.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, comme le prévoit la MiFID. Les rétrocessions (dans le cadre du conseil en placement, de la gestion de fortune ou des services dits « <i>execution only</i> ») sont interdites par la loi. La version révisée de la loi sur la surveillance financière est entrée en vigueur le 1 <sup>er</sup> janvier 2014.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | Les rétrocessions sont autorisées à condition que les trois obligations suivantes soient respectées: 1) renseigner; 2) améliorer la qualité du service; 3) défendre au mieux les intérêts du client.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Royaume-Uni</b> | L'entrée en vigueur de la <i>Retail Distribution Review</i> de la FCA le 01 janvier 2013 a entraîné l'interdiction des rétrocessions et instauré l'obligation de facturer le conseil en placement. Conseillers en placement et gestionnaires de fortune doivent indiquer préalablement au client le prix de leur prestation et leur mode de rémunération.<br>Cf. <a href="http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/fg12-15.pdf">http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/fg12-15.pdf</a> .<br><br><b>NB:</b> Cette disposition a donné naissance à des entreprises dites « <i>execution only</i> », qui modifient des investissements sans conseil préalable:<br><a href="http://www.ftadviser.com/2013/10/07/regulation/regulators/fca-reveals-how-it-is-investigating-non-advised-sales-wFUBXCQ8W7yZR5mweZIA9N/article.html">http://www.ftadviser.com/2013/10/07/regulation/regulators/fca-reveals-how-it-is-investigating-non-advised-sales-wFUBXCQ8W7yZR5mweZIA9N/article.html</a> . |
| <b>Danemark</b>    | Les règles correspondantes reposent sur la directive 2004/39/CE (MiFID) et sont évoquées dans la loi sur la protection des investisseurs.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Etats-Unis</b>  | Cf. <a href="http://www.sec.gov/answers/mffees.htm">http://www.sec.gov/answers/mffees.htm</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Singapour</b>   | Les conseillers en placement et les gestionnaires de fortune doivent respecter des règles de conduite et s'assurer, avant de vendre ou de promouvoir un produit, qu'aucun conflit d'intérêt n'existe. Les rétrocessions ne sont pas interdites. Cependant, un registre doit être tenu: il doit être présenté à la demande des autorités et indiquer les intérêts concernant tous les types de valeurs mobilières ( <i>Financial Advisers Regulation, Part IV, Conduct of Business</i> ).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Pays</b>        | <b><i>Distribution</i></b> (Dans quelle mesure les règles de distribution des produits financiers s'appliquent-elles aux <b>produits d'assurance</b> ?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Allemagne</b>   | Les produits d'assurance ne sont pas concernés par la <i>WpHg</i> . Ils font l'objet de règles de distribution distinctes.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>France</b>      | La distribution de produits d'assurance est soumise à un régime spécial défini dans le Code des assurances.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays-Bas</b>    | Cf. <a href="http://www.afm.nl/en/professionals/afm-voor/banken-verzekeraars/verzekeraars.aspx">http://www.afm.nl/en/professionals/afm-voor/banken-verzekeraars/verzekeraars.aspx</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | Le Commissariat aux Assurances, et non la CSSF, est désigné comme l'autorité responsable au Luxembourg pour ces produits. La directive MiFID ne s'étend pas aux produits et services d'assurance. Il n'existe pas de réglementation communautaire claire à ce sujet.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Royaume-Uni</b> | Les règles de distribution mentionnées s'appliquent aux assurances vie, mais non aux autres produits d'assurance (assurance maladie, par ex.), dont les règles de distribution, beaucoup moins détaillées, sont définies dans l'ICOPS, cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/ICOPS">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/ICOPS</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Danemark</b>    | Les produits d'assurance sont en partie régis par d'autres lois, en particulier les assurances vie et les assurances retraite, mais les assurances de dommages relèvent également de la loi sur l'obligation de diligence.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Etats-Unis</b>  | Les assurances sont réglées au niveau des Etats ( <a href="http://www.naic.org/documents/consumer_state_reg_brief.pdf">http://www.naic.org/documents/consumer_state_reg_brief.pdf</a> ).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Singapour</b>   | Tout dépend du type de licence détenu par l'assurance. En principe, les assurances relèvent de l' <i>Insurance Act</i> . Selon les prestations offertes, elles peuvent toutefois être soumises aux règles applicables aux gestionnaires de fortune.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

| Pays        | Produit <sup>72</sup> (L'établissement d'un prospectus et/ou d'un document d'information clé pour l'investisseur (DICI) est-il obligatoire?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Allemagne   | Oui, l'établissement d'un DICI sous forme de feuille d'information sur le placement (fonds fermés) ou de feuille d'information sur le produit (actions, certificats, obligations) est obligatoire. Dispositions réglées dans la <i>WpHG</i> et dans la loi sur les placements financiers ( <i>VermAnlG</i> ).<br><a href="http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Gesetz/VermAnlG.html">http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Gesetz/VermAnlG.html</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| France      | L'offre au public de valeurs mobilières implique l'élaboration d'un prospectus, conformément à la directive révisée de l'UE sur les prospectus. Cette obligation ne concerne pas les valeurs mobilières dont la valeur totale n'excède pas 100 000 euros, ni l'émission de nouvelles actions en remplacement d'anciennes sans augmenter le capital de l'émetteur, ni le versement de dividendes sous forme d'actions.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Pays-Bas    | Oui, cf. <a href="http://www.afm.nl/en/consumer/vertrouwen/informatieplicht.aspx">http://www.afm.nl/en/consumer/vertrouwen/informatieplicht.aspx</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Italie      | Un format européen de prospectus existe: il s'agit du <b>document d'information clé pour l'investisseur (DICI)</b> , document que les investisseurs et les sociétés de gestion doivent rédiger et qui contient les informations clés. Ce document a été introduit par la directive UCITS IV 2009/65/CE (adoptée le 13.7.2009 par le Parlement européen et le Conseil), qui définit les prérequis pour les fonds harmonisés et les sociétés de gestion correspondantes. La directive prévoit que le document doit être rédigé dans un langage clair, synthétique, compréhensible et que les termes techniques sont remplacés dans la mesure du possible par des termes d'usage courant. La structure des DICI est prédéfinie au niveau européen: cela permet à l'investisseur de comparer directement différents prospectus. L'objectif du DICI est de fournir à l'investisseur uniquement les informations essentielles, afin qu'il puisse comprendre la nature et les risques du produit et prendre ainsi ses décisions d'investissement en toute connaissance de cause.                                                                                                                                                                                         |
| Luxembourg  | Il existe un devoir de publier un prospectus pour chacun des fonds communs de placement d'une société d'investissement, selon l'article 150 du chapitre 21 de la loi du 17 décembre 2010. Le devoir d'établir un DICI ne s'applique qu'aux organismes de placements collectifs, il est réglé par la section C du chapitre 21 de cette loi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Royaume-Uni | <p>Oui, cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/14/2">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/14/2</a>.</p> <p>Le Royaume-Uni fait une distinction entre le <i>Key Features Document</i> (<a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/13/3">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/13/3</a>), établi pour la plupart des produits, et le <i>Key Investor Information Document (KIID)</i>, établi pour les fonds OPCVM. Ces derniers sont régis directement par le règlement (UE) n° 583/2010 de la Commission du 1<sup>er</sup> juillet 2010.</p> <p>Il existe toutefois des <u>dérogations</u> à l'obligation d'informer, notamment lorsque le client est informé par un autre moyen ou qu'il réside en dehors de l'EEE. Les clients peuvent aussi renoncer à l'obtention d'un prospectus.</p> <p>Dès que le règlement actuellement en cours d'élaboration concernant un nouveau document contenant des informations importantes sur les produits d'investissement pour les petits investisseurs de l'UE entrera en vigueur (après 2015), le Royaume-Uni adaptera les règles correspondantes. Le <i>Key Features Document</i> sera alors remplacé par le <i>Key Investor Document</i> conforme aux exigences de l'UE.</p> |
| Danemark    | <p>L'obligation d'établir un prospectus est régie par deux lois codifiées (n° 643 et 644, toutes deux de juin 2012), fondées sur la directive 2004/39/CE. Elle concerne les émissions de valeurs mobilières publiques de 1 million d'euros ou plus (avant le 1.7.2012, ce plancher était fixé à 100 000 euros), et plus particulièrement les produits destinés à des investisseurs non professionnels.</p> <p>Sont notamment exemptées de cette obligation:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• les offres publiques portant sur un investissement minimal de 100 000 euros;</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

<sup>72</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

|                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• les offres publiques destinées à un cercle restreint (moins de 150 personnes);</li> <li>• l'émission d'actions de collaborateurs.</li> </ul> <p>L'obligation d'établir un DICI est régie par un règlement de l'UE applicable au Danemark.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <p><b>Etats-Unis</b></p> | <p>Pour pouvoir vendre des valeurs mobilières au public, une entreprise doit enregistrer son offre auprès de la SEC. La principale loi régissant l'offre publique de valeurs mobilières est le <i>Securities Act</i> de 1933, qu'on appelle aussi loi de divulgation totale (<i>Act of Full Disclosure</i>). En règle générale, la banque d'investissement qui gère l'offre s'enregistre auprès de la SEC pour l'entreprise.</p> <p>Pour toute nouvelle offre de valeurs mobilières, l'entreprise doit déposer à la SEC un dossier appelé <i>registration statement</i> (déclaration d'enregistrement), qui contient les informations suivantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• descriptif de l'entreprise;</li> <li>• biographie succincte des dirigeants et des administrateurs de l'entreprise;</li> <li>• enjeux financiers de tous les <b>initiés</b>, dirigeants et administrateurs (<b>personnes exerçant un contrôle</b>) de l'entreprise, et liste de toutes les personnes qui détiennent plus de 10 % des titres de l'entreprise;</li> <li>• états financiers complets;</li> <li>• nature des valeurs mobilières offertes à la vente et destination de l'argent;</li> <li>• toute procédure juridique susceptible d'avoir un effet matériel sur l'entreprise.</li> </ul> <p>La SEC examine le dossier pour vérifier qu'il est bien conforme à la loi et que toutes les informations importantes sont communiquées. Si tel est le cas, elle approuve l'enregistrement et autorise l'entreprise à vendre ses valeurs mobilières à une date donnée (date de prise d'effet, <i>effective date</i>). Cette approbation de la SEC signifie uniquement qu'il y a eu divulgation complète; elle n'équivaut pas à une approbation du dossier.</p> <p>Si l'enregistrement pose le moindre problème, la SEC envoie un avis de non-conformité (<i>deficiency letter</i>). Le chef de file y répond généralement très rapidement car les <i>deficiency letters</i> reportent la date de prise d'effet. Aucune valeur mobilière ne peut être vendue ni même offerte à la vente avant la date de prise d'effet.</p> <p>La période qui sépare le dépôt du dossier de cette date est appelée <i>cooling-off period</i> (délai de réflexion). Pendant cette période, aucun rapport ni recommandation ni document de vente ne peut être envoyé à quiconque. Les souscripteurs peuvent toutefois envoyer un prospectus provisoire, souvent appelé <i>red herring</i> car sa page de garde est imprimée en rouge, qui fournit aux investisseurs potentiels tous les renseignements nécessaires pour prendre une décision fondée, notamment un descriptif de l'entreprise et de ses activités, ses compte de résultat et bilan, tout événement en suspens susceptible d'avoir un effet sur son activité (fusion ou acquisition, par ex.), ses concurrents et ses agences de réglementation. En revanche, il ne contient pas le prix public proposé pour les nouvelles valeurs mobilières ni la date effective de la vente, puisqu'elle n'a pas encore été arrêtée.</p> <p>Le prospectus provisoire vise à éveiller et à évaluer l'intérêt des investisseurs pour les nouvelles valeurs mobilières, mais il ne peut pas les offrir à la vente tant que la SEC n'a pas approuvé l'enregistrement. La banque d'investissement s'appuiera sur les marques d'intérêt pour établir le prix des nouvelles valeurs mobilières.</p> <p><a href="#">La règle n°134 de la SEC</a> permet un seul autre type de publication pendant le délai de réflexion: la <b>tombstone ad</b>. Il s'agit d'une simple annonce, qui ne constitue en rien une offre d'achat ni une sollicitation.</p> <p>Les <b>nouvelles valeurs mobilières doivent être enregistrées dans chacun des Etats dans lesquels elles seront offertes à la vente</b>. Il existe trois types</p> |

d'enregistrement: la notification, la coordination et la qualification.

1. **Notification:** dépôt d'un dossier d'offre révélant certaines informations. Disponible dans la plupart des Etats mais réservé aux émetteurs ayant été en activité sans interruption pendant les trois dernières années, avec des gains d'un montant spécifié. Si le dossier est jugé conforme, l'enregistrement auprès de l'Etat prend effet à la date de l'enregistrement auprès de la SEC.
2. **Coordination:** enregistrement automatique dans certains Etats à la date de l'enregistrement auprès de la SEC.
3. **Qualification:** enregistrement disponible dans tous les Etats mais assorti d'exigences plus élevées, ne prenant effet qu'avec l'approbation de l'administrateur de l'Etat. Cette méthode est réservée aux cas où les autres ne sont pas disponibles, en particulier lorsque l'émetteur n'est pas en mesure d'obtenir un enregistrement «notification».

Avant la date d'enregistrement effective, les banquiers d'investissement rencontrent les administrateurs de l'entreprise. Cette **réunion de diligence** a pour but de répondre aux questions suivantes:

- Tous les faits matériels communiqués à la SEC sont-ils vrais, y compris depuis le dépôt du dossier?
- Des développements susceptibles d'avoir un effet matériel sur l'entreprise se sont-ils produits depuis le dépôt du dossier?
- Y a-t-il des changements à apporter au prospectus final? En ce qui concerne le prix offert au public, il sera fixé à la date de prise d'effet.

L'importance de cette réunion tient aux responsabilités qu'endossent et les administrateurs et les banquiers quant à la justesse et à l'intégrité des données fournies à la SEC, puisqu'ils devront signer la demande d'enregistrement finale.

Le **prospectus est une version abrégée du dossier d'enregistrement auprès de la SEC**; il contient uniquement les informations nécessaires aux investisseurs pour prendre une décision fondée sur le produit proposé. Il ne peut être distribué qu'après la date de prise d'effet de l'enregistrement auprès de la SEC.

Le **prospectus final** doit être publié et envoyé à chaque investisseur à la date de confirmation de l'achat au plus tard. Il contient le prix des nouvelles valeurs mobilières, la remise au souscripteur et **toutes les exigences spécifiées par la SEC lors de l'approbation de l'enregistrement**. Le prospectus final contient aussi les derniers renseignements financiers concernant l'entreprise.

Le prix des nouvelles valeurs mobilières est fixé après approbation de l'enregistrement, mais des conditions défavorables ou un manque d'intérêt peuvent conduire au report, voire à l'annulation de la souscription. La SEC exige qu'un prospectus de plus de neuf mois ne contienne aucune information financière datant de plus de seize mois. Si un événement susceptible d'avoir un effet matériel sur l'entreprise survient pendant la distribution du prospectus, une révision du prospectus s'impose. Par le passé, cette révision a donné lieu au **collage** d'une nouvelle page sur le document périmé. Aujourd'hui, les prospectus étant diffusés sous forme électronique, il suffit de supprimer les passages périmés pour les remplacer par des informations actualisées.

Lorsque l'émission de nouvelles valeurs mobilières correspond à la première vente d'actions d'une entreprise, il s'agit d'une **introduction en bourse** ou **initial public offering (IPO)**. Elle permet aux fondateurs et aux bailleurs de capital-risque qui ont investi dans l'entreprise de profiter de leur investissement.

Tant qu'une entreprise n'est pas cotée en bourse, la plupart de ses informations financières sont confidentielles. C'est la raison pour laquelle la SEC exige qu'un prospectus soit disponible pendant au moins 90 jours après la date de prise d'effet, pour fournir des informations financières. Au bout de 90 jours, l'entreprise aura fourni à la SEC les premiers états financiers requis, dans lesquels n'importe quel investisseur pourra rechercher les informations les plus récentes.

Une **nouvelle émission** est une émission d'actions postérieure à l'introduction en bourse. Dans ce cas, l'entreprise ayant déjà fourni des états financiers périodiques, la SEC exige que le prospectus correspondant soit disponible au moins 40 jours après la date de prise d'effet.

Si la nouvelle émission est destinée à être négociée sur une bourse de valeurs, le prospectus correspondant doit être disponible au moins 25 jours après la date de prise d'effet.

Tous les membres du syndicat de preneurs fermes doivent procéder à une distribution publique *bona fide* de la nouvelle émission au prix offert au public.

La SEC exige des **sociétés de fonds communs de placement** qu'elles remettent à chaque investisseur potentiel un **prospectus** détaillant les objectifs de placement, le mode de gestion, la composition du portefeuille, la performance et les frais. Le prospectus contient au moins les éléments suivants:

- investissement minimum, qui ne doit pas forcément être supérieur à 250 dollars américains;
- programmes à l'intention des actionnaires, exposant les informations disponibles et les moyens d'action de l'actionnaire par courriel, téléphone ou Internet;
- liste des fonds communs de placement, poursuivant des objectifs différents, proposés par la société, et des catégories d'actions, différant par le montant des frais et par le moment de leur évaluation;
- frais;
- modes d'achat et de rachat d'actions;
- historique des performances, le cas échéant.

Le **26 janvier 2009**, la SEC a publié une nouvelle règle modifiant le formulaire N-1A, [Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Management Investment Companies](#), qui facilite l'obtention d'informations de base à partir du prospectus. Cette nouvelle règle est entrée en vigueur le 31 mars 2009.

Elle oblige les émetteurs de fonds communs de placement à réunir et à simplifier des informations aussi importantes que les objectifs de placement, les risques, les frais et les performances passées pour permettre au public de comparer plus facilement les milliers de produits qui s'offrent à lui. Ces informations figuraient déjà dans l'ancien modèle de prospectus, mais elles étaient disséminées tout au long de ce document légaliste et fastidieux, donc difficiles à trouver et à interpréter.

Le nouveau modèle prévoit un **prospectus simplifié**, qui contient les informations essentielles dans un format convivial, et qui est distribué à tous les investisseurs potentiels. Le **prospectus obligatoire**, beaucoup plus détaillé, est publié sur un site Internet contrôlé par le fonds, où il est accessible à tout client qui en fait la demande. Il contient également les informations clés dans un langage clair et dans un ordre spécifique, pour faciliter la comparaison des différents fonds. Si un fonds commun de placement vend plus d'un type de fonds, il doit émettre un prospectus distinct pour chacun, plutôt que de rassembler les informations dans un seul prospectus multi-fonds. Le prospectus obligatoire doit indiquer le symbole boursier du fonds et ceux de chaque catégorie distincte, pour permettre aux investisseurs potentiels de trouver plus facilement des informations complémentaires de tiers sur les fonds.

Dans sa version simplifiée, le prospectus d'un fonds commun de placement comporte les informations suivantes, dans cet ordre:

1. objectifs de placement;
2. frais;
3. stratégies d'investissement principales, risques et performances;
4. conseillers en placement et gestionnaires de portefeuille;
5. informations succinctes concernant l'achat, la vente et la fiscalité, et



|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | 6. rémunération des intermédiaires financiers.<br><br><a href="#"><i>Securities and Exchange Commission Final Action on the Summary Prospectus Rules</i></a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Singapour</b>   | Non, il n'y a aucune obligation générale en la matière. La question de savoir si les entreprises ne devraient pas publier des prospectus pour donner aux clients une meilleure vue d'ensemble de l'offre a toutefois été soulevée à plusieurs reprises. Selon le <i>Securities and Futures Act</i> , paragraphes 239 et 240, il est obligatoire de publier un prospectus avant de proposer à un client des actions et des obligations (valeur nominale ne dépassant pas 100 000 dollars et durée inférieure à 12 mois). Une copie signée du prospectus doit être déposée auprès de la Monetary Authority of Singapore (MAS). Cette dernière peut, dans certains cas, refuser le prospectus (par exemple si des informations obligatoires n'y figurent pas ou si le prospectus est trompeur). |
| <b>Pays</b>        | <b>Produit<sup>73</sup></b> (Les prospectus et les DICI sont-ils soumis à un <b>examen</b> ou à une <b>autorisation</b> préalable? Si oui, qui en est chargé?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Allemagne</b>   | Oui, les prospectus doivent être préalablement soumis à la Bafin, laquelle n'examine pas leur contenu mais leur respect de certaines exigences minimales (en particulier l'absence de contradictions).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>France</b>      | L'émetteur doit soumettre un projet de prospectus à l'AMF, qui le vise si elle en approuve le contenu. Ce prospectus doit en règle générale correspondre au schéma harmonisé de l'UE. Une fois le prospectus visé par l'AMF, l'émetteur doit le distribuer le plus rapidement possible, jusqu'à la commercialisation du produit au plus tard.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Pays-Bas</b>    | Les prospectus sont soumis à l'approbation de l'AFM.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Italie</b>      | Cf. réponse à la question précédente, page 61.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Luxembourg</b>  | Les prospectus doivent recevoir le visa de la CSSF (même si l'obtention de ce visa n'est pas un gage de la bonne qualité du produit). Il faut aussi une attestation d'autorisation ( <i>Bestätigung einer Bewilligung</i> ). La CSSF ne fournit pas de visa pour un DICI. Il en va de la propre responsabilité des organismes de placements collectifs.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Royaume-Uni</b> | Non, mais la version actualisée des prospectus et des KIIDs de placements collectifs doit être déposée à la FCA. Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COLL/4/2">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COLL/4/2</a> et <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COLL/4/7#DESS94">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COLL/4/7#DESS94</a> . La FCA a par ailleurs publié à l'intention des entreprises des exemples à suivre et à ne pas suivre.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Danemark</b>    | Les prospectus sont préalablement soumis à l'approbation de la DFSA. Les DICI ne nécessitent pas d'examen, mais ils doivent être préalablement communiqués à la DFSA.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Etats-Unis</b>  | Une fois le dossier déposé, la déclaration d' <b>enregistrement</b> est examinée par un collaborateur de la division <i>Investment Management</i> de la SEC, qui formule des commentaires, des questions et des suggestions au fonds ou à son conseil.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Singapour</b>   | Le prospectus n'est pas soumis à un examen, mais il doit être enregistré auprès de la MAS (cf. question précédente). Celle-ci peut refuser un prospectus dans certains cas. Il est possible de déposer un prospectus provisoire à condition de transmettre ultérieurement le prospectus définitif (paragraphe 20). Le prospectus provisoire peut être utilisé, mais il n'est pas considéré comme une offre et ne peut pas servir de base à la conclusion d'une opération.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Pays</b>        | <b>Produit<sup>74</sup></b> (Quelles sont les <b>modalités de publication</b> des prospectus et des DICI?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

<sup>73</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

<sup>74</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Allemagne</b>   | Ils sont publiés sur les sites Internet de l'entreprise et de la Bafin.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>France</b>      | Le <u>matériel publicitaire</u> d'accompagnement doit se référer au prospectus tout en s'en démarquant clairement, rappeler les risques évoqués dans le prospectus et communiquer des informations sans équivoque par rapport au contenu du prospectus. L'entreprise d'investissement doit en outre convenir avec les éditeurs des prospectus et des documents contenant des informations clés des conditions auxquelles elle peut utiliser son propre matériel publicitaire, conforme au contenu des prospectus et des informations clés à l'intention des investisseurs.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Pays-Bas</b>    | Conformément à la directive 2003/71/CE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Italie</b>      | <i>Idem</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | Aucune obligation de la CSSF en la matière. Selon l'article 162 de la loi du 17 décembre 2010, des informations régulièrement mises à jour doivent figurer gratuitement sur le site Internet de la société d'investissement.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Royaume-Uni</b> | Elles ne sont pas définies (à l'exception du dépôt obligatoire à la FCA).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Danemark</b>    | Les prospectus sont publiés conformément à la directive 2004/39/CE (MiFID), qui a été transposée dans le droit danois. La DFSA publie en outre une liste des prospectus sur son site Internet depuis novembre 2007, grâce à l'instauration du <i>Officially appointed storage mechanism (OASM)</i> . Les DIC1 sont publiés conformément au règlement correspondant de l'UE.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Etats-Unis</b>  | <p>Pour consulter un prospectus, les investisseurs ont trois possibilités: se rendre sur le site Internet de l'entreprise en question, effectuer une recherche dans la base de données EDGAR de la SEC (<a href="http://www.sec.gov/edgar.html">www.sec.gov/edgar.html</a>) ou contacter un courtier qui vend des parts de fonds.</p> <p><b>Règle des 90 jours en cas d'introduction en bourse (IPO)</b></p> <p>Tant qu'une entreprise n'est pas cotée en bourse, la plupart de ses informations financières sont confidentielles. C'est la raison pour laquelle la SEC exige qu'un prospectus soit disponible pendant au moins 90 jours après la date de prise d'effet, pour fournir des informations financières. Au bout de 90 jours, l'entreprise aura fourni à la SEC les premiers états financiers requis, dans lesquels n'importe quel investisseur pourra rechercher les informations les plus récentes.</p> <p><b>Règle des 40 jours en cas de nouvelle émission</b></p> <p>Une <b>nouvelle émission</b> est une émission d'actions postérieure à l'introduction en bourse. Dans ce cas, l'entreprise ayant déjà fourni des états financiers périodiques, la SEC exige que le prospectus correspondant soit disponible au moins 40 jours après la date de prise d'effet.</p> <p><b>Règle des 25 jours en cas « Exchange Traded Funds, ETF »</b></p> <p>Si la nouvelle émission est destinée à être négociée sur une bourse de valeurs, le prospectus correspondant doit être disponible au moins 25 jours après la date de prise d'effet.</p> |
| <b>Singapour</b>   | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

| <b>Pays</b>        | <b>Produit<sup>75</sup></b> (Quelles sont les règles applicables à la <b>publicité</b> pour les produits?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Allemagne</b>   | Elles sont définies au paragraphe 31 de la <i>WpHG</i> , au paragraphe 4 de l'ordonnance <i>WpDVerOV</i> et dans la circulaire <i>MaComp</i> , BT 3. Selon le paragraphe 31 de la <i>WpHG</i> , toutes les informations (y compris les communications publicitaires) que les entreprises d'investissement mettent à la disposition des clients doivent être honnêtes, claires et non trompeuses. Les communications publicitaires doivent pouvoir être clairement identifiées comme telles.                                    |
| <b>France</b>      | <a href="http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/publications/telechar/avis_r/recomm_pub_prod_fi.pdf">http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/publications/telechar/avis_r/recomm_pub_prod_fi.pdf</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays-Bas</b>    | Le texte publicitaire doit obligatoirement mentionner un indicateur de risque (« <i>Ne prenez pas de risques inutiles. Lisez le prospectus. Risque faible, moyen ou élevé</i> »): <a href="http://www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/informatieverstrekking/fb-waarschuwingszin.aspx">http://www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/informatieverstrekking/fb-waarschuwingszin.aspx</a> .                                                                                                                                |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Luxembourg</b>  | Les informations publicitaires doivent être correctes, claires et non trompeuses. Elles doivent être cohérentes avec les parties correspondantes du prospectus. La CSSF ne fait aucune publicité ou marketing. Elle peut le cas échéant vérifier que les publicités ne sont pas trompeuses ( <i>misleading</i> ).                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Royaume-Uni</b> | Ces règles sont très détaillées. Selon le COBS, la publicité doit être «juste, claire et sans équivoque». Elle doit par exemple faire une distinction nette entre rendement à court et à long termes. Les qualificatifs tels que «garanti», «sûr» ou «protégé» sont interdits. Le client doit pouvoir identifier clairement les risques financiers. Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/4/2">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/4/2</a> .                                                      |
| <b>Danemark</b>    | Conformément à la loi sur la protection des investisseurs, la publicité doit contenir des informations claires et sans équivoque.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Etats-Unis</b>  | La section 206(4) de l' <i>Investment Advisers Act</i> interdit aux <i>investment advisers</i> (conseillers en placement) d'accepter des opérations frauduleuses, trompeuses ou manipulatoires. Sur la base de cet article, la SEC interdit à tous les conseillers enregistrés de pratiquer une publicité trompeuse ou fondée sur des informations inexactes. <a href="http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf">http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf</a> , p. 32. |
| <b>Singapour</b>   | Le paragraphe 251 du FAA régit la publicité concernant les produits financiers. Celle-ci doit renvoyer au prospectus et indiquer à l'investisseur la manière de se le procurer. Elle ne doit pas contenir d'informations qui ne figurent pas également dans le prospectus.                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Pays</b>        | <b>Produit<sup>76</sup></b> (Qui est <b>responsable</b> du prospectus et du DICI? Y a-t-il par exemple une responsabilité causale?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Allemagne</b>   | Les questions relatives à la responsabilité du fait des produits relèvent du droit civil et non du droit de la surveillance.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>France</b>      | Tout manquement ou infraction aux règles en vigueur est généralement imputé à l'entreprise d'investissement, même si son auteur est un collaborateur.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Pays-Bas</b>    | Situation inconnue.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Luxembourg</b>  | Pas de responsabilité causale ( <i>Kausalhaftung</i> ) pour le DICI ni de responsabilité directe ( <i>Direkthaftung</i> ), selon l'article 160 de la loi 17 décembre 2010, «sauf si ces informations sont trompeuses, inexactes ou incohérentes avec les parties correspondantes du prospectus».                                                                                                                                                                                                                               |

<sup>75</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

<sup>76</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Royaume-Uni</b> | Cette responsabilité n'est pas définie (sauf pour le KIID d'un fonds OPCVM).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Danemark</b>    | Les règles habituelles en matière de responsabilité s'appliquent. Il n'y a donc pas de responsabilité causale. La mise en œuvre de ces règles est toutefois très rare dans la jurisprudence danoise.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Etats-Unis</b>  | Les émetteurs doivent s'assurer que tout prospectus utilisé en relation avec une offre enregistrée contient bien les informations requises conformément au <i>Securities Act</i> , section 10(a) et <i>schedule A</i> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Singapour</b>   | Selon les paragraphes 240 et 254 du FAA, il incombe aux émetteurs de veiller à ce que le prospectus réponde aux exigences fixées par la loi (pas d'informations inexacts ou trompeuses, par exemple) et soit enregistré auprès de la MAS.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Pays</b>        | <b>Produit<sup>77</sup></b> (Dans quelle mesure ces règles s'appliquent-elles aux <b>produits d'assurance</b> ?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Allemagne</b>   | Les produits d'assurance sont soumis à des règles analogues.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>France</b>      | Comme nous l'avons indiqué plus haut, les produits d'assurance font l'objet d'une loi spécifique.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Pays-Bas</b>    | La <i>Wft</i> prévoit des règles analogues, quoique moins développées.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Italie</b>      | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Luxembourg</b>  | Relève de la compétence du Commissariat aux Assurances.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Royaume-Uni</b> | Les règles ci-dessus s'appliquent aussi aux assurances vie, lesquelles font en outre l'objet d'une directive spécifique (cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/13/Annex1#D71">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/13/Annex1#D71</a> ). Les produits d'assurance font l'objet d'une réglementation distincte (ICOPS). Les règles semblent globalement beaucoup moins détaillées. Cf. <a href="http://fshandbook.info/FS/html/handbook/ICOPS/6">http://fshandbook.info/FS/html/handbook/ICOPS/6</a> .                                                                                                                                |
| <b>Danemark</b>    | Ici aussi, les règles habituelles en matière de responsabilité s'appliquent.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Etats-Unis</b>  | La réglementation des assurances relève des Etats.<br><b>Informations complémentaires concernant les exigences fédérales:</b> <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm">http://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Singapour</b>   | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Pays</b>        | <b>Prestations transfrontalières</b> (Quelles sont les règles applicables à la fourniture de services financiers <b>transfrontaliers</b> (opérations bancaires, gestion de fortune, etc.)?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Allemagne</b>   | Il n'existe aucune règle imposant l'ouverture d'une succursale. L'établissement démarcheur est donc relativement libre concernant la fourniture de prestations financières.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>France</b>      | Il convient ici d'évoquer une particularité française. Il existe en droit français une forme de prestation qui se distingue des services financiers courants (octroi de crédits, etc.) et qui est soumise à une réglementation spécifique et détaillée: c'est le démarchage. Il y a généralement démarchage lorsqu'un prestataire financier contacte personnellement un client, sans aucune initiative de la part de celui-ci, à son domicile, sur son lieu de travail ou en un lieu neutre, dans le but de lui proposer une affaire. Le lieu du contact n'a par conséquent aucun rapport avec le lieu de travail du prestataire (siège d'une banque, par ex.). |

<sup>77</sup> Etats-Unis: la plupart des réponses à cette question figurent dans le document suivant:  
<http://www.bingham.com/Publications/Files/2010/11/Prospectus-Disclosure-and-Delivery-Requirements-and-Shareholder-Reports>.

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | <p>Sont notamment exclus de cette règle la prise de contact active avec certains clients qualifiés ou avec certaines personnes morales, de même que les contacts avec une clientèle existante concernant des opérations de routine.</p> <p>Sont habilités au démarchage les prestataires financiers formellement agréés en France ou dans le marché intérieur et, dans une moindre mesure, les conseillers en investissements financiers immatriculés en France, chacun devant en outre posséder une carte de démarchage. Dans certain cas, il est possible de déléguer ses compétences de démarchage considérées comme mandat. Il est intéressant de remarquer que le démarchage est interdit en France aux prestataires financiers de l'EEE issus des trois pays de l'AELE.</p> <p>En France, la fourniture de services financiers au sens propre est exclusivement réservée aux prestataires financiers agréés dans l'EEE (banques, entreprises d'investissement, etc.). Les fournisseurs de pays tiers, comme les banques suisses, par ex., ne peuvent le faire qu'à partir d'une succursale.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Pays-Bas</b>    | <p>«La MiFID décrit clairement le partage des responsabilités entre organes de surveillance nationaux en cas de services ou d'activités de placement transfrontaliers. En principe, la supervision des règles de conduite est exercée par les autorités de l'Etat membre d'origine (<i>home country control</i>). Les succursales et les agents sous contrat sont exemptés de ce principe; ils sont assujettis aux règles de conduite de l'Etat membre où ils sont établis (<i>host country control</i>).</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Italie</b>      | <p>L'Italie suit la démarche de la <b>directive concernant les marchés d'instruments financiers (2004/39/CE)</b>.</p> <p>Les prestataires italiens qui décident d'assurer un service d'investissement à l'étranger ont besoin de l'autorisation des autorités italiennes, tout comme les prestataires étrangers qui veulent exercer une telle activité en Italie. Pour certains services d'investissement, le système du passeport européen est prévu, qui permet de proposer des services de placement dans les pays de l'UE si cela est autorisé par l'autorité de surveillance nationale dans le pays d'origine (UE) du prestataire, sans que ce dernier doive demander une nouvelle autorisation aux autorités du pays où il entend opérer en tant que gestionnaire de placement. Une notification entre autorités compétentes est nécessaire.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Luxembourg</b>  | <p>Selon la MiFID, les règles du pays hôte (le Luxembourg) s'appliquent aux succursales étrangères établies dans le pays.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Royaume-Uni</b> | <p>EEE: passeport conforme aux directives applicables (MiFID, UCITS, etc.)<br/>Cf. <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/passporting/passporting-faqs">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/passporting/passporting-faqs</a></p> <p>Suisse: accords bilatéraux avec l'UE et mémorandum de 2011 avec le Royaume-Uni.<br/>Cf. <a href="http://www.hmrc.gov.uk/taxtreaties/memo.pdf">http://www.hmrc.gov.uk/taxtreaties/memo.pdf</a></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Danemark</b>    | <p>L'application à l'étranger des règles en vigueur au Danemark n'a pas encore été évaluée.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Etats-Unis</b>  | <p>Les personnes et les entreprises doivent s'enregistrer soit auprès de la SEC, soit auprès de la FINRA soit auprès de l'agence de l'Etat où elles ont leur siège. Celles qui sont <b>établies à l'étranger</b> ne peuvent généralement pas bénéficier de ces licences ou enregistrements. Des dérogations sont néanmoins possibles en vertu de dispositions concernant l'accès au marché d'établissements financiers américains et étrangers arrêtées dans des accords de libre-échange, par exemple: <a href="http://www.ustr.gov/trade-agreements/free-trade-agreements">http://www.ustr.gov/trade-agreements/free-trade-agreements</a>.</p> <p>Quoi qu'il en soit, le <b>règlement S</b> prévoit une dispense des exigences d'enregistrement visées à la section 5 du <i>Securities Act</i> de 1933 modifiée (le «<i>Securities Act</i>»), pour les <b>offres formulées en dehors des Etats-Unis</b> par des émetteurs américains ou étrangers. Les offres de valeurs mobilières privées ou publiques émises en dehors des Etats-Unis sur la base du règlement S n'ont pas besoin d'être enregistrées en vertu du <i>Securities Act</i>. Les exemptions prévues par le règlement S ne sont pas exclusives, ce qui veut dire que tout émetteur qui tente de se mettre en conformité avec ce règlement peut demander à être dispensé d'un autre type d'enregistrement. Le règlement S est valable tant pour les titres de participation que pour les titres de créance.</p> <p>Le règlement S ne s'applique qu'aux offres et ventes de titres proposées en dehors des Etats-Unis de bonne foi, et ne peut servir à contourner les obligations en matière d'enregistrement prévues par le <i>Securities Act</i>. L'exemption est accordée à l'émetteur (règle 903) et au revendeur (règle 904) à deux conditions:</p> |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'offre ou la vente doivent faire partie d'une transaction offshore, et</li> <li>• ni l'émetteur, ni aucun distributeur, ni aucune de leurs filiales, ni aucune personne agissant pour leur compte ne doit entreprendre de démarches visant à préparer le marché (<i>directed selling efforts</i>).</li> </ul> <p>Le règlement S se compose des parties suivantes: huit notes préliminaires; règle 901 (déclaration générale sur le règlement); règle 902 (définitions); règles 903 et 904 (présentation des exemptions) et règle 905 (limitations applicables à la revente de titres de participation).</p> <p>Le règlement S ne s'applique pas à l'offre ni à la vente de valeurs mobilières émises par des SICAV, des fonds communs de placement enregistrés ou censés l'être conformément à l'<i>Investment Company Act</i> de 1940 (le «<i>1940 Act</i>»), ou des sociétés d'investissement à capital fixe censées être enregistrées conformément à la <i>1940 Act</i> mais ne l'étant pas.</p> <p>Pour en savoir plus sur le règlement S: <a href="http://www.sec.gov/rules/final/33-7505.htm">http://www.sec.gov/rules/final/33-7505.htm</a>.</p>                                                                                                                                                                                    |
| <b>Singapour</b>   | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Pays</b>        | <b>Application de la loi (Existe-t-il un organe de médiation? Si oui, comment fonctionne-t-il?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Allemagne</b>   | Le Bundesbankenverband possède depuis plus de 20 ans un organe de médiation habilité à émettre pour les banques une décision contraignante sur des litiges de 5000 euros maximum. Le client est libre ensuite de porter plainte au civil. Il existe des structures analogues dans le domaine des assurances.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>France</b>      | Les litiges entre un client et un intermédiaire financier ou un émetteur sont confiés en priorité à un <u>médiateur</u> . Le médiateur, quoiqu'indépendant, est directement rattaché au président de l'AMF. La procédure de médiation est gratuite et non contraignante. Elle s'étend généralement sur trois mois. Les établissements de crédit doivent en outre fournir gratuitement leur propre médiateur. Avant toute procédure de médiation, le prestataire de services d'investissement est tenu de recevoir les réclamations des clients et de les traiter dans un délai de deux mois. Les frais engendrés sont à sa charge. En cas d'échec de la médiation, les parties peuvent saisir les tribunaux à tout moment.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, et les professionnels ont l'obligation d'y adhérer. Le consommateur peut s'adresser au médiateur s'il estime ne pas pouvoir régler son différend avec l'établissement financier. Plus de détails: <a href="http://www.kifid.nl">www.kifid.nl</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Italie</b>      | Il existe différentes autres possibilités que la juridiction ordinaire.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Luxembourg</b>  | Oui, il s'agit de la CSSF. Celle-ci ne possède cependant pas la fonction de tribunal arbitral. Elle écrit à l'établissement ou à la société concernée et émet des recommandations.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Royaume-Uni</b> | <p>Le Royaume-Uni possède un organe de médiation financier spécifique, instance de conciliation et d'arbitrage obligatoire. Cf. <a href="http://www.financial-ombudsman.org.uk/default.htm">http://www.financial-ombudsman.org.uk/default.htm</a> et <a href="http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/DISP/">http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/DISP/</a>.</p> <p>Le <i>Financial Services &amp; Markets Act 2000 (FSMA)</i> justifie la création de l'organe de médiation (<a href="http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVI">http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVI</a> et <a href="http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/schedule/17">http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/schedule/17</a>).</p> <p>Les établissements financiers agréés par la FCA sont tenus d'adhérer à l'organe de médiation. Les autres peuvent le faire librement.</p> <p>Les décisions de l'organe de médiation sont juridiquement contraignantes si le <u>consommateur</u> les a acceptées. Le recours à une instance supérieure n'est possible qu'en cas de contestation portant sur la manière dont l'organe de médiation a pris sa décision et non sur le contenu de la décision. Cf. <a href="http://www.financial-ombudsman.org.uk/faq/businesses/answers/rules_a11.html">http://www.financial-ombudsman.org.uk/faq/businesses/answers/rules_a11.html</a>.</p> |

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | Le domaine de compétences de l'organe de médiation recouvre les établissements financiers domiciliés au Royaume-Uni et leurs clients partout dans le monde.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Danemark</b>   | Oui, au Danemark, le médiateur des consommateurs est aussi compétent en matière de services financiers. Cf. <a href="http://www.consumerombudsman.dk/About-us">http://www.consumerombudsman.dk/About-us</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Etats-Unis</b> | Le titre IX du <i>Dodd-Frank Act</i> modifie le <i>Securities Exchange Act</i> de 1934 en créant un <a href="#">Investor Advisory Committee</a> (IAC), un <a href="#">Office of the Investor Advocate</a> (OIA) et un <b>médiateur</b> nommé par l'Investor Advocate. <i>Dodd Frank Act</i> , section 919D: <a href="http://www.dodd-frank-act.us/Dodd_Frank_Act_Text_Section_919D.html">http://www.dodd-frank-act.us/Dodd_Frank_Act_Text_Section_919D.html</a> .<br><br>Le Consumer Financial Protection Bureau a son propre médiateur: <a href="http://www.consumerfinance.gov/ombudsman/">http://www.consumerfinance.gov/ombudsman/</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Singapour</b>  | Ces questions relèvent du <b>Financial Industry Disputes Resolution Centre</b> (FIDReC). Le FIDReC est un tribunal arbitral indépendant dont la mission est de résoudre les litiges entre établissements financiers et consommateurs. Le FIDReC englobe le travail de la Consumer Mediation Unit (CMU) de l'Association of Banks in Singapore et de l'Insurance Disputes Resolution Organisation (IDRO), qui lui sont subordonnées.<br><br>Officiellement, le FIDReC offre aux consommateurs une possibilité unique, accessible pratiquement et financièrement, de résoudre leurs différends avec les établissements financiers. Il se charge également de rationaliser les procédures de résolution de litiges dans tout le secteur financier de Singapour. Le FIDReC offre une solution abordable aux consommateurs qui n'ont pas les moyens d'engager un procès ou qui ne veulent pas payer des frais de justice importants.<br>Le secteur financier a créé le FIDReC, lancé officiellement en 2005, pour améliorer le professionnalisme, la transparence et la qualité de ses services.<br>Le FIDReC est compétent pour:<br>1) les litiges entre assurés et compagnies d'assurance: jusqu'à 100 000 dollars américains;<br>2) les litiges entre banques et consommateurs, les litiges survenant sur le marché financier et tous les autres litiges (y c. les réclamations de tiers et celles portant sur les pratiques du marché): jusqu'à 50 000 dollars américains.                                                                                                                                                                   |
|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Pays</b>       | <b>Application de la loi (Existe-t-il des tribunaux arbitraux ou des tribunaux spéciaux dans le domaine des services financiers?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Allemagne</b>  | Non                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>France</b>     | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Pays-Bas</b>   | Oui, le Dutch Securities Institute (en particulier la Discipline and Disputes Commission). Plus de détails: <a href="http://www.dsi.nl/?sid=244&amp;l=eng">http://www.dsi.nl/?sid=244&amp;l=eng</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Italie</b>     | L'Arbitro Bancario Finanziario ( <a href="http://www.arbitrobancariofinanziario.it">www.arbitrobancariofinanziario.it</a> ) permet d'obtenir, dans de nombreux cas, un résultat plus rapide et moins coûteux.<br><br>Pour les processus qui concernent les intermédiaires, la <b>Banca d'Italia</b> applique la loi 241/1990. Cela signifie que chaque processus a son responsable, que chaque mesure est accompagnée des motivations ayant déterminé la décision et que les intéressés ont accès aux documents qui les concernent.<br><br>La Camera di Conciliazione e Arbitrato auprès de la <b>Consob</b> (base légale: <i>legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari n. 262/2005</i> ): en tant que système de remplacement pour la résolution des différends, la Camera est d'une importance particulière pour le maintien de la confiance dans le système financier. Ses mécanismes de résolution des conflits permettent de respecter les principes de transparence et d'honnêteté dans les relations avec la clientèle; ils améliorent la confiance du public dans les services et les activités d'investissement ainsi que dans la gestion collective de l'épargne et constituent une défense face aux risques légaux et de réputation des intermédiaires et du système financier dans son ensemble.<br><br>En ce qui concerne les processus administratifs, la Consob a émis la Délibération n° 18388: adoption du règlement général sur les processus administratifs de la Consob au sens de l'art. 24 de la loi n° 26228 (décembre 2005), et de l'art. 2, al. 5, de la loi n° 241 du 7 août 1990. |
| <b>Luxembourg</b> | Non, le client ou la banque doit passer par le tribunal civil. Si la CSSF est impliquée, c'est au Tribunal administratif de se prononcer au travers d'une procédure administrati-                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | ve non contentieuse.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Royaume-Uni</b> | Non, il n'y a que l'organe de médiation.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Danemark</b>    | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Etats-Unis</b>  | La FINRA pratique la médiation et l'arbitrage sur le marché des valeurs mobilières: <a href="http://www.finra.org/ArbitrationAndMediation/">http://www.finra.org/ArbitrationAndMediation/</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Singapour</b>   | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays</b>        | <b>Application de la loi (Existe-t-il des modèles de financement particuliers pour les frais de procédure (frais judiciaires, frais d'avocat) des clients (de détail?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Allemagne</b>   | Oui, les clients dans le besoin dont la plainte a toutes les chances d'aboutir bénéficient d'une avance des frais de justice au titre de l'assistance judiciaire courante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>France</b>      | Cf. ci-dessus, page 70.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Pays-Bas</b>    | Situation inconnue.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Italie</b>      | Cf. réponse à la question précédente.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Luxembourg</b>  | La procédure est gratuite, selon le jugement rendu les frais d'avocats doivent être remboursés.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Royaume-Uni</b> | Conformément à la loi, le recours à l'organe de médiation est gratuit pour les consommateurs. Les entreprises affiliées obligatoirement paient de 100 à 300 000 livres sterling selon leur taille. A partir de la 26 <sup>e</sup> plainte, elles versent en outre un forfait de 550 livres sterling par affaire (cf. <a href="http://www.financial-ombudsman.org.uk/faq/businesses/answers/funding_a1.html">http://www.financial-ombudsman.org.uk/faq/businesses/answers/funding_a1.html</a> ). Il ne semble pas exister d'autres modèles de financement, pour les frais d'avocats, par exemple. |
| <b>Danemark</b>    | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Etats-Unis</b>  | La loi de 1970 sur la protection des investisseurs en valeurs mobilières ( <b>Securities Investor Protection Act</b> ) a donné naissance à la <a href="#">Securities Investor Protection Corporation</a> (SIPC), à laquelle la plupart des courtiers et des négociants enregistrés conformément au <i>Securities Exchange Act</i> de 1934 sont censés avoir adhéré.<br><br>La SIPC entretient un fonds destiné à protéger les investisseurs contre tout détournement de leurs capitaux et de la plupart des types de valeurs mobilières <b>en cas de faillite</b> de leur courtier.              |
| <b>Singapour</b>   | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays</b>        | <b>Application de la loi (Les clients disposent-ils de recours particuliers pour faire respecter leurs droits?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Allemagne</b>   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>France</b>      | Cf. ci-dessus, page 70.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Pays-Bas</b>    | Cf. instances évoquées ci-dessus, page 72.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Italie</b>      | Cf. ci-dessus, page 72.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Luxembourg</b>  | L'issue est généralement positive lorsque la CSSF appuie le client par un avis favorable.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Royaume-Uni</b> | Les décisions de l'organe de médiation ne s'appliquent que si le consommateur (client) les accepte.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |



|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Danemark</b>    | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Etats-Unis</b>  | Les recours extrajudiciaires et les négociations sont très courants aux Etats-Unis.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Singapour</b>   | Cf. ci-dessus, page 71.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Pays</b>        | <b>Formation</b> (Existe-t-il une <b>obligation de formation</b> ? Si oui, quelles en sont les modalités?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Allemagne</b>   | Les exigences en la matière sont définies dans l'ordonnance <i>Mitarbeiteranzeigeverordnung</i> . La formation doit être validée par une attestation de compétences. Pour les responsables de la conformité, une expérience professionnelle de six mois minimum est requise.<br><a href="http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verordnung/WpHGMAAnzV.html">http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verordnung/WpHGMAAnzV.html</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>France</b>      | Les prestataires de services d'investissement sont responsables de la formation professionnelle et des qualifications de leurs collaborateurs. L'Autorité de surveillance des marchés financiers définit les exigences minimales en la matière en concertation avec le Haut conseil certificateur de place, qui a été spécialement créé pour garantir un certain niveau de formation. Les candidats qui ont réussi l'examen de contrôle des connaissances obtiennent un certificat valable deux ans. L'AMF veille à ce que les normes minimales soient adaptées aux nouveaux développements.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, la décision correspondante est entrée en vigueur le 1 <sup>er</sup> janvier 2013. Chaque conseiller doit avoir acquis la formation nécessaire avant cette date.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Italie</b>      | Une obligation de formation et de préparation avec les examens relatifs et inscriptions à des associations professionnelles existe: pour plus d'informations, veuillez consulter les sites Internet de l'OAM, de l'APF, de la Consob et de la Banca d'Italia.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Luxembourg</b>  | Non, selon l'orientation générale n° 3 de l'ESMA, «les entreprises d'investissement doivent s'assurer que le personnel associé aux aspects essentiels de la procédure d'adéquation dispose d'un niveau approprié de connaissance et d'expertise».                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Royaume-Uni</b> | Oui, depuis le 31 décembre 2012 pour les conseillers financiers ( <i>retail</i> ou <i>investment advisers</i> ).<br><br>Les exigences en la matière reposent sur la <i>Retail Distribution Review</i> . Chaque conseiller doit présenter les qualifications requises. La FCA a fixé le détail des diplômes et certificats répondant aux exigences.<br>Cf. <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/firm-guides/guide-financial-advisers/rdr-professionalism">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/firm-guides/guide-financial-advisers/rdr-professionalism</a><br>et <a href="http://media.fshandbook.info/Handbook/TC_Appendix_4E_20120427.pdf">http://media.fshandbook.info/Handbook/TC_Appendix_4E_20120427.pdf</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Danemark</b>    | Oui, en vertu de la loi n° 346 du 15 avril 2011 relative aux compétences requises à l'égard des personnes exerçant la fonction de conseillers pour certains produits d'investissement. Les prestataires de services financiers doivent s'assurer que leurs conseillers possèdent les compétences requises (recours à une commission de formation, formations soumises à l'approbation de la DFSA, examens finaux).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Etats-Unis</b>  | <b>Le conseil en placement, la vente de valeurs mobilières et la vente de produits d'assurance sont des activités réglementées.</b> Tout individu désirant les pratiquer doit préalablement <b>passer un examen, s'affilier à une entreprise et s'enregistrer auprès d'un ou plusieurs Etats</b> . Un conseiller financier peut détenir une ou plusieurs de ces licences en fonction de la nature de sa pratique financière. Tout comme le terme <i>financial adviser</i> , les termes <i>wealth manager</i> , <i>financial consultant</i> et <i>financial planner</i> ne désignent ni une licence ni une profession spécifique. Les acteurs des marchés financiers les utilisent pour décrire la nature de leur activité.<br><br>Il existe de nombreuses certifications comptables et désignations pour les professionnels qui fournissent des conseils financiers à leurs clients, en voici quelques exemples:<br><br><b>Certified Public Accountant (CPA)</b><br><a href="http://www.aicpa.org/Pages/Default.aspx">http://www.aicpa.org/Pages/Default.aspx</a><br><br><b>Certified Management Accountant (CMA)</b><br><a href="http://www.imanet.org/cma_certification.aspx">http://www.imanet.org/cma_certification.aspx</a> |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | <p><b>Certified Financial Manager (CFM)</b><br/> <a href="http://www.imanet.org/cma_certification/CertifiedFinancialManager.aspx">http://www.imanet.org/cma_certification/CertifiedFinancialManager.aspx</a></p> <p><b>Certified Fraud Examiner (CFE)</b><br/> <a href="http://www.acfe.com/become-cfe-qualifications.aspx">http://www.acfe.com/become-cfe-qualifications.aspx</a></p> <p><b>Certified Financial Planner (CFP)</b><br/> <a href="http://www.cfp.net/">http://www.cfp.net/</a></p> <p><b>Certified Internal Auditor (CIA)</b><br/> <a href="https://na.theiia.org/certification/Pages/Certification.aspx">https://na.theiia.org/certification/Pages/Certification.aspx</a></p> <p><b>Enrolled Agent (EA)</b><br/> <a href="http://www.irs.gov/taxpros/agents/article/0,,id=100710,00.html">http://www.irs.gov/taxpros/agents/article/0,,id=100710,00.html</a></p> <p><b>Certified Government Financial Manager (CGFM)</b><br/> <a href="http://www.agacgfm.org/CGFM-Certification/overview.aspx">http://www.agacgfm.org/CGFM-Certification/overview.aspx</a></p> <p>Le lien qui suit fournit une vue d'ensemble des qualifications et des exigences requises pour exercer différentes activités dans le secteur financier:<br/> <a href="http://www.finra.org/industry/compliance/registration/qualificationsexams/registeredreps/p011051">http://www.finra.org/industry/compliance/registration/qualificationsexams/registeredreps/p011051</a>.</p> |
| <b>Singapour</b>   | Oui, pour obtenir la licence de gestionnaire de fortune, il faut passer un test unique auprès de la MAS. Le titulaire d'une licence répond du comportement conforme de ses employés. Tout nouveau CEO d'une entreprise de gestion de fortune existante doit se soumettre à l'examen et à l'agrément préalables de la MAS.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Pays</b>        | <b>Formation (La formation continue est-elle obligatoire? Si oui, à quel rythme?)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Allemagne</b>   | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>France</b>      | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays-Bas</b>    | Oui, un test de connaissance a lieu tous les trois ans.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Italie</b>      | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Luxembourg</b>  | Non, pas d'obligation. L'Institut de Formation Bancaire du Luxembourg (IFBL) ainsi que l'Association des banques et des Banquiers du Luxembourg (ABBL) offrent des cours, sur une base volontaire uniquement.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Royaume-Uni</b> | Oui, 35 heures de formation par an.<br>Cf. <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/retail-investments/professionalism">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/retail-investments/professionalism</a> et <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/firm-guides/guide-financial-advisers/rdr-cpd">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/firm-guides/guide-financial-advisers/rdr-cpd</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Danemark</b>    | Non .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Etats-Unis</b>  | Ce sujet a fait l'objet d'une étude: <a href="http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf">http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Cf. aussi la règle 1250 de la FINRA: <a href="http://www.finra.org/Industry/Compliance/ContinuingEducation/">http://www.finra.org/Industry/Compliance/ContinuingEducation/</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Singapour</b>   | Non.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Pays</b>        | <b>Formation</b> (Quelles sont les modalités d'évaluation de l'assimilation des règles de conduite?)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Allemagne</b>   | Il n'y a pas d'évaluation spécifique dans ce domaine. Outre l'évaluation annuelle, on peut, en cas de plainte, recourir à la visite de surveillance.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>France</b>      | Idem.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Pays-Bas</b>    | L'AFM vérifie que les employés du secteur disposent des connaissances nécessaires. Chaque entreprise doit présenter son plan de formation continue.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Italie</b>      | Idem.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Luxembourg</b>  | -                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Royaume-Uni</b> | Les entreprises sont tenues de contrôler la formation continue de leurs employés, lesquels doivent confirmer chaque année par écrit à un organisme accrédité l'accomplissement de leur obligation de formation continue ( <a href="http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/retail-investments/professionalism/accredited-bodies">http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/retail-investments/professionalism/accredited-bodies</a> ).<br><br>Des organismes accrédités procèdent en outre à un contrôle aléatoire de 10 % des conseillers financiers agréés. Tout manquement à l'obligation de formation continue est signalé à la FCA.             |
| <b>Danemark</b>    | Pas d'évaluation.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Etats-Unis</b>  | Procédure d'examen actuelle régie par la SEC: <a href="http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_exambrochure.pdf">http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_exambrochure.pdf</a> .<br><br>La procédure d'enregistrement des <i>broker-dealers</i> prévoit que les personnes associées à un candidat qui effectuent des transactions de valeurs mobilières ou qui y participent doivent satisfaire à certaines exigences en termes de qualification exposées dans les règles de la FINRA, ce qui implique le passage d'un ou de plusieurs examens gérés par la FINRA pour démontrer leurs compétences dans les domaines dans lesquels ils travailleront. |
| <b>Singapour</b>   | Cf. ci-dessus.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

## **Annexe 2: Analyse d'impact de la LEFin**

«Regulierungskostenanalyse zum Finanzinstitutsgesetz FINIG – Schlussbericht», Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW), 2014.