

Position – recommandation AMF n° 2009-15
Guide relatif à la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels

Textes de référence : articles 212-28, 212-29 et 314-10 du règlement général de l'AMF

L'Autorité des marchés financiers a constaté au cours de ces dernières années une forte croissance des emprunts obligataires destinés au grand public, qu'ils soient émis et vendus par les banques dans leur propre réseau d'agence ou émis par des entreprises et des collectivités publiques.

L'AMF a donc élaboré un guide¹ qui a vocation à **préciser l'information minimale à inclure dans toute communication à caractère promotionnel et dans le dialogue entre le prestataire de services d'investissement (PSI) et l'investisseur non professionnel potentiel**. Il ne préjuge en rien des éléments d'information complémentaires qu'il serait par ailleurs nécessaire de faire mentionner par l'émetteur ou les PSI au regard des caractéristiques particulières de l'emprunt ou de l'émetteur.

S'agissant, tout d'abord, de l'information adressée par un PSI à son client, au-delà des dispositions législatives (cf. annexe 1) et, en particulier l'article L. 533-12 du code monétaire et financier et ses conditions d'application définies par l'article 314-10 du règlement général, l'AMF rappelle qu'elle peut faire modifier la présentation ou la teneur de toute communication à caractère promotionnel afin que ces informations soient correctes, claires et non trompeuses. Cette information doit être présentée d'une manière compréhensible et ne doit pas mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants. Elle ne travestit, ne minimise, ni n'occulte certains éléments, déclarations ou avertissements importants (cf. article 314-11 du règlement général de l'AMF).

S'agissant, ensuite, de l'offre au public ou de l'admission sur un marché réglementé, les communications à caractère promotionnel doivent être communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion

Enfin, le niveau de précision des informations peut être modulé en fonction de la nature et de la forme que revêt le support choisi pour cette communication. A cet égard, l'AMF a noté que les communications à caractère promotionnel peuvent revêtir différentes formes (affiche, brochure commerciale, spot radio, site internet dédié, etc.).

Position :

En conséquence, l'AMF demande que la nature des informations données soit adaptée, dans le respect des principes d'équilibre à chaque support (une brochure commerciale sera, par nature, plus exhaustive qu'un encart commercial).

Ce guide sera mis à jour régulièrement par l'AMF afin de signaler les pratiques qui pourraient être considérées comme incompatibles avec la réglementation en vigueur ainsi que celles qui participeraient à une amélioration de la qualité de l'information.

¹ Ce guide constitue un cadre de référence pour l'ensemble des emprunts obligataires étant précisé qu'il est complété par d'autres documents concernant la commercialisation des titres de créances complexes.

SOMMAIRE

1.	Les différents risques attachés aux obligations	2
1.1.	Le risque de taux	3
1.2.	Le risque de liquidité	4
1.3.	Le risque de solvabilité	4
1.3.1.	L'appréciation du prix	4
1.3.2.	L'appréciation de la capacité de l'émetteur à faire face à ses engagements	5
2.	Conclusion	6

1. Les différents risques attachés aux obligations

L'investisseur non professionnel qui souscrit à une obligation va généralement faire face à trois principaux types de risques :

1. Le risque de taux ;
2. Le risque de liquidité ;
3. Le risque de solvabilité.

Ces risques sont certes généralement décrits dans la rubrique « facteurs de risques » du prospectus à laquelle le sixième alinéa de l'article 212-28 du règlement général de l'AMF prévoit un renvoi, mais sans que cette information soit facilement et directement identifiable².

Par conséquent, dans la pratique, force est de constater qu'au titre de l'information exacte, claire et non trompeuse et pour permettre au client de comprendre le type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents :

- un simple renvoi aux facteurs de risques n'est pas suffisant dans la mesure où la formulation de ces risques³ est standardisée, très peu pédagogique et ne permet pas d'apprécier les risques spécifiques liés à l'émetteur ou aux titres;
- il serait utile qu'au minimum les différents risques identifiés ci-dessus soient mentionnés dans toute campagne de communication, ainsi que dans le cadre de l'échange entre le PSI et son client et formalisé de façon claire et explicite lors de la souscription (par exemple, à l'aide d'un support écrit).

L'objectif de ce guide est donc de donner des exemples précis (mais non exhaustifs) de mentions que l'AMF considère comme relevant d'une bonne information à faire figurer dans toute communication promotionnelle, quel que soit le support utilisé.

Lorsque les emprunts présentent des spécificités (clauses particulières, conditions de désintéressement des créanciers, conditions de tenue de marché, etc.), la communication sur les risques est adaptée en conséquence afin de mettre en avant ces éléments.

Le choix des mots utilisés est également important et ne doit jamais être trompeur. A titre d'exemple, le terme « taux garanti » ou « garanti » ne saurait être utilisé, sauf si une garantie formelle par un tiers existe et est expliquée ; le terme « taux fixe » étant à privilégier.

Enfin, une explication, même sommaire, pourrait aussi être donnée aux investisseurs potentiels concernant les droits attachés aux obligations et à propos de la façon dont ils peuvent exercer ces droits en cas de problème (cf. la masse obligataire).

² Les prestataires de services d'investissement ont l'obligation d'informer le client des modalités selon lesquelles le prospectus est mis à la disposition du public (cf. article 314-35 du règlement général de l'AMF).

³ De plus, dans certaines conditions, cette rubrique est rédigée en anglais.

Recommandation :

L'AMF recommande aux PSI de reprendre et de formaliser de façon claire et explicite dans leur dialogue avec les investisseurs potentiels les exemples proposés ci-après.

L'exigence d'une communication claire, exacte et non trompeuse, s'apprécie pour toute information adressée à des clients. Chaque communication prise individuellement doit respecter cette exigence. Ceci n'impose pas pour autant que chaque communication comporte l'ensemble des informations nécessaires à la prise de décision.

En revanche, l'information contenue dans toute communication à caractère promotionnel ou dans tout dialogue entre le PSI et l'investisseur potentiel doit refléter de manière équilibrée les avantages et inconvénients attachés aux titres.

A titre d'exemple :

- lorsque plusieurs documents ont été établis pour présenter un produit financier, si l'un d'eux ne présente que les avantages et renvoie l'investisseur à un autre document pour une présentation exhaustive de toutes les caractéristiques du produit, l'information fournie dans le premier document peut être considérée comme trompeuse dans la mesure où les caractéristiques moins favorables (qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés précédemment) ne sont pas mentionnées dans ce premier document ;
- les caractères utilisés dans les communications doivent aussi refléter de façon très apparente les risques ou inconvénients importants attachés aux titres.

1.1. Le risque de taux

Une obligation est une somme de revenus actualisés. Ainsi, entre le moment de l'émission et sa maturité, la valeur d'une obligation est intrinsèquement liée au niveau des taux d'intérêt. La valeur d'une obligation à taux fixe va, par exemple, baisser si les taux montent et inversement. A maturité, le cours de l'obligation est égal à sa valeur de remboursement (valeur nominale ou autre), augmentée du coupon.

Position :

Par conséquent, il est nécessaire d'attirer l'attention des investisseurs non professionnels sur le fait que, s'ils souhaitent vendre leur obligation avant l'échéance, ils réaliseront soit une perte (si les taux ont monté), soit un gain (si les taux ont baissé) en capital, et d'énoncer ce principe dans toute communication promotionnelle et de l'expliquer clairement à chaque investisseur potentiel.

Exemple de mention à insérer dans chaque publicité :

« Toute revente de l'obligation avant l'échéance peut entraîner un gain ou une perte en capital. »

Par ailleurs, la pratique montre que les émetteurs ont tendance à communiquer sur le taux nominal et non sur le taux actuariel, ce qui peut induire des investisseurs en erreur, notamment lorsque les obligations sont émises à un prix supérieur à leur valeur nominale ou lorsque le premier coupon porte sur une période plus longue que la période d'intérêt normale (« premier coupon long »).

Position :

Aussi le caractère non trompeur de l'information donnée doit-il se matérialiser par une communication axée sur le taux de rendement actuariel et non sur le taux nominal.

1.2. Le risque de liquidité

Position :

Si l'investisseur non professionnel souhaite revendre son titre avant la maturité de l'obligation, il encourt, outre le risque de taux énoncé ci-dessus, celui de ne pas trouver de contrepartie ou de trouver un acheteur à un prix décoté par rapport à la valeur théorique de l'obligation. Par conséquent, comme pour le risque de taux, l'AMF demande que toute communication promotionnelle mentionne ce risque d'absence de liquidité et que le PSI en informe son client avant toute souscription.

Exemple de mention à insérer dans chaque publicité :

« L'attention des investisseurs est attirée sur les difficultés potentielles qu'ils peuvent rencontrer s'ils souhaitent revendre leurs titres avant l'échéance dues à l'absence de liquidité, c'est-à-dire à l'absence d'acheteurs. »

Recommandation :

De plus, l'AMF recommande que les communications à caractère promotionnel mentionnent, le cas échéant, l'absence de tenue de marché de la part de l'emprunteur ou d'un PSI désigné par l'émetteur.

Position :

A contrario, si l'émetteur s'est engagé, directement ou indirectement à travers un PSI, à assurer la liquidité du marché *via* un contrat d'animation de marché ou contrat de liquidité, il doit mentionner les principales caractéristiques pertinentes de ce contrat et/ou précise le fait qu'il n'offre qu'une garantie partielle quant à la liquidité effective du titre et au risque de perte encouru.

De manière générale, les risques de taux et de liquidité dépendent étroitement de l'**adéquation entre l'horizon d'investissement du client et la maturité de l'obligation**. Un investisseur n'est pas soumis à ces deux risques s'il conserve les obligations jusqu'à leur maturité. Par conséquent, cette adéquation a vocation à être rappelée par l'émetteur ou le PSI, dans leur relation avec un investisseur potentiel. Cette information va de pair avec les exemples mentionnés ci-dessus.

Exemples de mention à insérer dans chaque publicité :

« La durée conseillée de l'investissement est de xxx ans. »
 « Il est recommandé de conserver les obligations jusqu'à maturité, soit xxx ans »
 « La durée de vie de vos obligations est la durée conseillée de l'investissement de l'emprunt, soit xxx ans »

Cette mention étant particulièrement importante, l'AMF recommande qu'elle soit clairement mise en avant dans toute communication.

1.3. Le risque de solvabilité

1.3.1. L'appréciation du prix

L'investisseur potentiel a souvent des difficultés réelles, faute de connaissances approfondies du sujet, à **appréhender le risque lié à la solvabilité de l'émetteur** et par conséquent le « vrai prix » de l'émetteur, c'est-à-dire le complément de rémunération par rapport à un taux sans risque. En effet :

- le remboursement de l'obligation dépend de la capacité de l'émetteur à faire face à ses obligations (risque de solvabilité) ;
- plus le risque de solvabilité augmente, plus la rémunération de l'emprunt doit être élevée (la question du risque de contrepartie est intimement liée au rendement proposé).

Par ailleurs, il est important que l'émetteur puisse réfléchir à produire, outre la référence au taux de l'OAT correspondant et aux commissions, **un élément de comparaison ou de référence approprié à son opération** dans la mesure où il est pertinent (notamment en matière de risque, d'horizon de placement, de facilité de sortie, etc.) qui permette aux investisseurs de mieux appréhender le taux proposé et le rendement auxquels ils pourraient avoir accès autrement, en souscrivant à un autre titre financier, dans des conditions équivalentes (en termes de maturité, de risque de solvabilité, de risque de liquidité, et y compris les frais).

Pour permettre à l'investisseur d'apprécier si le prix reflète le risque lié à la solvabilité de l'émetteur, l'AMF estime que les communications à caractère promotionnel devraient fournir des éléments de comparaison pertinents lorsque cela est possible. Cette comparaison pourrait se référer aux obligations de l'émetteur cotées sur le marché secondaire ayant une maturité et des caractéristiques proches, ou encore à des émissions (ou une moyenne d'émissions) réalisées par des émetteurs de qualité similaire, ou encore à une émission réalisée par l'émetteur à une date proche de la date à laquelle il procède à son émission. Il serait considéré comme trompeur de simplement mentionner la rémunération additionnelle sans en expliquer les raisons.

L'AMF examinera la possibilité de publier chaque année une étude récapitulative des différentes opérations obligataires qui ont été proposées au public, en indiquant les conditions de prix offertes et, dans le cas où cela est possible, en faisant des comparaisons avec les conditions de marché au moment de l'émission.

1.3.2. L'appréciation de la capacité de l'émetteur à faire face à ses engagements

Il est important aussi d'attirer l'attention des investisseurs non professionnels, à la fois dans les communications à caractère promotionnel et dans les discussions entre les distributeurs et les investisseurs non professionnels potentiels (cet élément doit, dans tous les cas faire l'objet d'une formalisation claire et explicite), sur **la capacité d'un émetteur à faire face à ses engagements et sur le degré de risque attaché aux caractéristiques des titres** (subordination, etc.) quand ils l'estiment nécessaire, afin que les clients disposent des informations destinées leur permettant de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause, conformément à l'article L. 533-12 du code monétaire et financier.

A titre d'exemple, l'attention des investisseurs potentiels devrait être systématiquement attirée sur l'éventuel caractère subordonné des titres et sur ce que cela signifie en termes de risques complémentaires pour l'investisseur. De même, la notation attachée à l'émetteur ou aux titres, si elle existe, devrait être reprise dans toute brochure commerciale.

Exemple de mention à insérer dans chaque publicité :

« L'attention des investisseurs est attirée sur le risque supplémentaire attaché au caractère subordonné des titres, qui implique que leur remboursement est susceptible de ne pouvoir intervenir qu'après le remboursement préalable et prioritaire d'autres titres ou dettes de la société. »

L'offre au public et le mandat de gestion

Position :

L'Autorité des marchés financiers considère qu'un emprunt, dont l'émission est réservée aux particuliers n'ayant pas le statut d'investisseur qualifié, a vocation à bénéficier à l'ensemble des personnes physiques répondant à cette condition, y compris celles dont les avoirs sont gérés sous mandat. L'interposition d'un mandataire ne saurait interdire à son mandant d'accéder à une opération qui lui est destinée.

En effet, il n'appartient pas à un émetteur de s'immiscer dans la relation entre une personne physique et le mandataire qui la représente, dès lors que ce dernier respecte le cadre du mandat donné.

2. Conclusion

A la lumière de la pratique, les éléments relatifs aux risques de taux, de liquidité et de solvabilité apparaissent indispensables pour permettre aux investisseurs non professionnels d'effectuer leur investissement en toute connaissance de cause.

Il est, par conséquent, important que les risques de taux, de liquidité et de solvabilité fassent, ainsi que cela a été développé, l'objet d'une mention dans les communications à caractère promotionnel, ainsi que dans les relations entre les émetteurs/distributeurs et les investisseurs non professionnels potentiels (dans le cadre du dialogue entre les deux parties, l'attention sur ces risques doit faire l'objet d'une formalisation claire et précise).

Annexe

Rappel des dispositions légales et réglementaires sur l'information des clients

Les dispositions relatives à l'information du client et à la communication promotionnelle relèvent à la fois du champ d'application de la directive Prospectus et de la directive MIF. Ces dispositions se traduisent au niveau législatif et réglementaire.

Annexe 1. Les principales obligations issues de la directive MIF

Outre l'obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle pour servir au mieux l'intérêt du client (cf. article L. 533-11 du code monétaire et financier et article 314-3 du règlement général de l'AMF), les PSI sont astreints notamment aux obligations suivantes :

Article 314-10 du règlement général de l'AMF

« Le prestataire de services d'investissement veille à ce que toute l'information, y compris à caractère promotionnel qu'il adresse à des clients, remplisse les conditions posées au I de l'article L. 533-12 du code monétaire et financier. [...] »

Article L. 533-12 du code monétaire et financier

« I. - Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel sont clairement identifiables en tant que telles.

II. - Les prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. »

Annexe 2. Les principales obligations issues de la directive Prospectus

Article 212-28 du règlement général de l'AMF

« Les communications à caractère promotionnel se rapportant à une « offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé », quels que soient leur forme et leurs modes de diffusion, sont communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion.

Les communications mentionnées au premier alinéa doivent :

- 1° Annoncer qu'un prospectus a été ou sera publié et indiquer où les investisseurs peuvent ou pourront se le procurer ;
- 2° Être clairement reconnaissables en tant que telles ;
- 3° Ne pas comporter des indications fausses ou de nature à induire en erreur ;
- 4° Comporter des informations cohérentes avec celles contenues dans le prospectus, si celui-ci a déjà été publié, ou avec les informations devant y figurer si celui-ci est publié ultérieurement ;
- 5° Comporter une mention attirant l'attention du public sur la rubrique « facteurs de risques » du prospectus ;
- 6° Le cas échéant, comporter, à la demande de l'AMF, un avertissement sur certaines caractéristiques exceptionnelles présentées par l'émetteur, les garants éventuels ou les (Arrêté du 2 avril 2009) « titres » financiers qui font l'objet de l'« offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé ». »

Article 212-29 du règlement général de l'AMF

« Toute information se rapportant à une « offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé », diffusée oralement ou par écrit, est cohérente avec les informations fournies dans le prospectus. »