

# Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective

PARIS, LE 9 OCTOBRE 2002

## Introduction

### Un métier au cœur de la place financière de Paris

La gestion pour compte de tiers a connu un développement exceptionnel dans les pays de l'OCDE et en particulier en France, la plaçant ainsi aujourd'hui au cœur des activités financières et renforçant progressivement son rôle pour l'épargne nationale.

Ce développement a été conforté par le mouvement de filialisation des activités de gestion pour compte de tiers au sein des grands groupes financiers. L'industrie française de la gestion a été en Europe une des premières à se structurer selon le modèle anglo-saxon. Ont été ainsi séparées la gestion financière pour compte de tiers des autres activités de service aux entreprises ou d'intermédiation de sorte à prévenir les conflits d'intérêts potentiels.

Cette indépendance a été posée au plan juridique et renforcée par les codes de déontologie. Elle répond à l'évolution du métier et à un besoin croissant d'indépendance économique de la part des sociétés de gestion, dans le cadre d'une concurrence accrue. Ce processus n'est pas encore achevé en Europe.

Les sociétés de gestion ont un encours en France de 1.400 Md€, dont 860 Md€ en gestion collective (les OPCVM). Elles apportent ainsi des outils indispensables pour l'épargne des particuliers, pour la gestion privée, pour celle des réserves des systèmes d'assurance et de prévoyance, pour la trésorerie d'entreprises et pour l'épargne salariale. Aux investisseurs, particuliers comme institutionnels, elles ouvrent ainsi l'accès à des services complexes en les faisant bénéficier d'économies d'échelle considérables.

Le rôle de la gestion dans le financement de l'économie française peut être illustré par les données suivantes : l'encours d'actifs gérés pour compte de tiers est supérieur au montant du PIB, les OPCVM - qu'ils soient détenus directement ou indirectement, notamment via les contrats en unités de compte de l'assurance-vie - représentent un cinquième du patrimoine des ménages, la gestion détient plus des quatre cinquièmes des titres du marché monétaire. Plus généralement, la gestion pour compte de tiers est devenue depuis quelques années le principal investisseur, que ce soit en France ou dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

Pour les métiers financiers, la gestion représente une activité à forte valeur ajoutée et, du fait de sa place croissante dans les marchés financiers, un enjeu important pour l'ensemble des métiers associés (conservation et titre, mesure et attribution de performance, informatique spécialisée, intermédiation, services juridiques et fiscaux, banque de détail, conseil en patrimoine, assurance-vie...).

## **Le positionnement de la gestion française**

Sur un plan international elle se situe au second rang après celle des Etats-Unis pour la gestion financière de fonds d'investissement et en quatrième pour l'ensemble des actifs gérés pour compte de tiers (y compris la gestion sous mandat).

Cette réussite s'est largement construite sur la qualité de la relation entre les investisseurs et leurs banques et compagnies d'assurances. Cette relation repose sur un service apporté dans la durée à l'épargnant, notamment en terme de conseil patrimonial. Pour des raisons historiques, ce modèle est prédominant en France et en Europe continentale à la différence du modèle nord-américain, qui a construit une industrie reposant très largement sur la séparation complète des métiers et l'activité de maisons de courtage, axée largement sur la promotion de produits et non sur l'ensemble du conseil patrimonial.

## **Le marché européen de la gestion**

Sur le marché européen de la gestion financière des OPCVM, la France occupe la première place tant en termes absolus (encours d'actifs) que relatifs (encours par habitant). Pour la gestion administrative des OPCVM, elle est seconde derrière le Luxembourg.

Le niveau d'exigence appliqué aux OPCVM de droit français doit toutefois être resitué au regard de ce qui est pratiqué ailleurs dans ce qui sera de plus en plus un marché unique européen. Ce marché est régi par une directive de 1985 définissant les règles applicables aux OPCVM pouvant être commercialisés dans tout l'espace économique européen sur la base du seul agrément donné par l'autorité du pays d'origine.

Cette directive a fait l'objet de modifications importantes dans deux directives publiées le 13 février 2002, en particulier sur les règles d'investissement, la régulation de la société de gestion et la mise en place d'un prospectus simplifié.

D'ores et déjà, plus de 3.000 fonds ou compartiments de droit étranger sont autorisés à la commercialisation en France. Même si leur part de marché est aujourd'hui marginale en termes d'encours, elle est appelée à se développer. L'ouverture des réseaux de banque de détail aux fonds d'autres groupes, le développement des fonds de fonds et le rôle d'internet conjugués avec l'Euro favoriseront cette évolution. De plus, la constitution de groupes de gestion intégrés au niveau européen incite à une harmonisation des gammes et à la comparaison des contraintes imposées par chaque droit national sur les produits (au plan de la régulation et de la fiscalité).

Dès lors, le risque existe qu'un surcroît de règles sur les produits français n'aboutisse, en fin de compte, à pénaliser ceux-ci au détriment de produits enregistrés dans d'autres pays et acceptant un niveau de régulation moindre.

L'enjeu, au cours des prochaines années, est donc, à partir du "plus petit commun dénominateur" que représente en quelque sorte la conformité à la directive européenne, de développer un haut niveau d'exigence en terme de transparence, de pratique et d'éducation de l'investisseur, tout en tenant compte du contexte communautaire.

## **Les préoccupations de la Commission des opérations de bourse**

Le développement de l'industrie de la gestion dépend de la qualité de la relation formée entre investisseurs et opérateurs, notamment concernant les frais et commissions. Ces frais doivent être équilibrés pour ne pas représenter un prélèvement excessif sur la performance tout en rémunérant un haut niveau de service. Ils doivent aussi être clairement connus et compréhensibles pour l'investisseur dans le cadre de la relation de confiance nouée avec les professionnels de la gestion. Ils doivent enfin favoriser une saine compétition entre opérateurs.

C'est dans cet esprit que la Commission des opérations de bourse a constitué un groupe de travail, sous la présidence de Monsieur Philippe Adhémar, membre du collège. Elle a noté à cette occasion les préoccupations croissantes des régulateurs des autres pays en matière de frais comme en témoignent notamment les récents rapports du GAO et de la SEC aux Etats-Unis ou les réflexions actuelles au Royaume-Uni à la suite du rapport "Myners" sur l'investissement institutionnel ou encore sur le régime de distribution des produits d'épargne.

Ce souci croissant des régulateurs des principaux pays en matière de gestion pour compte de tiers, s'appuie sur deux convictions :

- l'investisseur doit prendre en compte les frais qu'il aura à supporter dans sa décision d'investissement. Certes, un niveau de frais inadéquat, en dégradant les performances, devrait se retourner à terme contre l'intérêt du gérant. Mais l'investisseur ne peut faire abstraction des frais et ne s'intéresser qu'aux performances constatées. On sait que la performance passée ne permet en effet pas de prévoir la performance future, qu'un niveau donné de performance ne correspond pas mécaniquement à un niveau de service et qu'enfin, si la performance comporte toujours un certain degré d'aléas, les frais encourus par l'investisseur sont, quant à eux, certains ;
- la gestion pour compte de tiers présente déjà en France une grande transparence par rapport à nombre d'autres activités économiques et financières. Elle est par nature une prestation complexe (associant une activité commerciale, une activité de conseil et des services financiers), au travers de laquelle l'investisseur mandate un professionnel (directement ou via des produits de gestion collective) pour gérer à sa place un portefeuille financier. Le contrat passé avec l'investisseur doit permettre à celui-ci d'apprécier les charges qu'il aura à supporter et prévoir qu'il lui sera ensuite rendu compte des opérations menées en son nom, de façon claire. Plus généralement, l'effort de transparence en matière de frais, loin de porter atteinte aux intérêts des professionnels de la gestion, est une condition essentielle du développement de leur activité.

## **Les orientations fondamentales des travaux**

L'ambition du groupe de travail a été, dans ce cadre, de positionner la gestion française au meilleur niveau des standards internationaux, en matière de bonnes pratiques, de protection et d'information de l'investisseur. Cela implique une adaptation des règles établies notamment dans le cadre des lois de 1988 et de 1996 à l'évolution d'un métier qui a connu ces dernières années

d'importantes transformations avec le développement des fonds de fonds, des fonds garantis ou des rémunérations à la performance. Ce travail devait être aussi l'occasion de répondre de façon transparente et concertée aux risques éventuels de conflits d'intérêt en matière de frais.

Le groupe de travail, dont la composition figure en annexe 1, est parti de l'examen de la situation actuelle en matière de gestion collective en France (tout en notant que les règles de bonne conduite sont largement communes entre gestion collective et individuelle) pour proposer des améliorations dans trois directions :

- apporter à l'investisseur une information équilibrée et compréhensible pour que celui-ci puisse d'une part choisir ses supports d'investissement et d'autre part comprendre la gestion qui a été conduite pour son compte et le coût en résultant.
- assurer des pratiques saines et transparentes pour conforter la relation de confiance entre les opérateurs et les investisseurs, prévenir les zones d'incertitude pouvant favoriser soit la mise en cause injustifiée des opérateurs soit des dérives de comportement.
- conforter un marché mature et efficient de la gestion, assurant une saine compétition entre professionnels et une émulation sur le niveau de prix et la qualité des services.

## **Les propositions du groupe de travail**

Les travaux du groupe l'ont conduit à présenter 38 propositions qui ont été considérées par tous ses membres comme de nature à améliorer l'information de l'investisseur, à faciliter ses choix et à renforcer sa protection.

Certains membres du groupe, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont toutefois souhaité que la mise en œuvre de deux de ces propositions (propositions N° 4 et 10) soit conditionnée à leur adoption au plan européen afin d'éviter des distorsions de concurrence.

## I - L'état des lieux

Le présent rapport est centré sur les frais et dépenses en matière d'OPCVM<sup>1</sup>. Il pourrait inspirer des travaux complémentaires pour la gestion sous mandat.

### I-A La nature des frais et dépenses encourus par l'investisseur

Les frais peuvent être soit payés par le fonds et imputés sur sa valeur liquidative soit payés directement par l'investisseur.

#### 1) Les frais et dépenses<sup>2</sup> supportés par l'investisseur par imputation sur la valeur liquidative

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Frais payés par l'OPCVM liés à sa gestion financière, à son fonctionnement et à sa distribution</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les frais de gestion financière (management fees), en général en pourcentage de l'actif du fonds, parfois augmentés d'éléments variables comme les commissions de performance attribuant une partie de celle-ci à l'investisseur et une autre partie à la société de gestion.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les frais payés par l'OPCVM liés à son fonctionnement, qui comprennent les frais suivants : <ul style="list-style-type: none"> <li>- tenue de la comptabilité ;</li> <li>- conservation des actifs (droits de garde, commission d'encaissement des coupons ...) et dépositaire ;</li> <li>- audit externe (commissaire aux comptes) ;</li> <li>- service financier (gestion des comptes des porteurs) ;</li> <li>- publicité (publication des valeurs liquidatives) ;</li> <li>- élaboration et impression des documents d'information des porteurs ;</li> <li>- cotisation à l'association professionnelle et redevance COB ;</li> <li>- publicité légale ;</li> <li>- tenue d'assemblée pour les SICAV.</li> </ul> </li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les frais de distribution externe, payés en Europe sous forme de rétrocession par la société de gestion à l'organe de commercialisation (réseau bancaire, apporteur d'affaires...) d'une partie des frais de gestion qu'elle perçoit.</li> </ul>

<sup>1</sup> Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières peuvent prendre deux formes en droit français : la société d'investissement à capital variable (ou SICAV) et le fonds commun de placement (ou FCP). Ils correspondent peu ou prou aux 'mutual funds' américains. Ils sont en général désignés par l'acronyme OPCVM ou par le terme générique de 'fonds'.

<sup>2</sup> Paradoxalement, les textes fondamentaux en matière d'OPCVM (la directive européenne et le code monétaire et financier) abordent très peu la question des frais, si ce n'est pour prévoir que la valeur liquidative du fonds est calculée nette des frais de gestion. Les principales dispositions relèvent de l'instruction COB et du plan comptable des OPCVM, avec en outre quelques prescriptions fixées dans le règlement COB n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite des sociétés de gestion.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Frais de transaction (ou commissions de mouvement) liés à l'acquisition et à la vente des instruments financiers par l'OPCVM.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les frais de négociation, payés au courtier (" <i>brokerage fees</i> " ou courtage<sup>3</sup>).</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La commission " partagée " : commission additionnelle sur les transactions de l'OPCVM, partagée le cas échéant entre le dépositaire et la société de gestion.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Frais indirectement payés par l'OPCVM dans le cadre des fonds de fonds.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les frais supportés dans les OPCVM d'OPCVM au titre des OPCVM acquis en portefeuille et qui sont donc directement pris en compte dans la valeur liquidative de ceux-ci.</li> </ul>

## 2) Les commissions supportées directement par l'investisseur lors des investissements et désinvestissements

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Frais payés par le souscripteur à l'entrée (en plus du prix de souscription) et à la sortie (en moins de la valeur de rachat ).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une part des commissions de souscriptions et de rachat peut rester acquise à l'OPCVM et sert à financer les coûts d'investissement, de constitution du portefeuille et de désinvestissement. Elle permet ainsi d'équilibrer les coûts entre les porteurs (ceux qui entrent et qui sortent et les autres).</li> <li>• Une part des commissions de souscription et de rachat peut ne pas être acquise à l'OPCVM et rémunère fréquemment le réseau de distribution conjointement avec les rétrocessions versées par la société de gestion (cf. ci-dessus).</li> </ul>
---	---

*3 Certains des instruments financiers sont négociés en brut, les frais d'intermédiation étant alors explicites (c'est le cas des actions), certains sont négociés en net sous forme d'écart de cours d'achat et de vente, sans identification explicite des frais d'intermédiation (c'est notamment le cas des obligations).*

## *I-B La situation actuelle de la réglementation française*

Au plan réglementaire, ces frais correspondent à trois grandes catégories : des droits de souscription/rachat, des frais de gestion et de fonctionnement de l'OPCVM, des frais de négociation.

### **1) Les droits de souscription et de rachat**

Ces droits payés par l'investisseur doivent être distingués selon qu'ils sont acquis à l'OPCVM ou qu'ils sont rétrocédés au distributeur :

- les droits acquis à l'OPCVM ont pour objet de couvrir les frais d'acquisition ou de vente des titres du portefeuille lors des souscriptions et des rachats. Ils permettent de neutraliser les frais de l'OPCVM induits par les mouvements d'un investisseur particulier, notamment au regard du principe d'égalité du porteur de parts. Par nature, ils ne sont pas négociables.

Dans le cas de produits structurés (fonds à performance conditionnelle, encore appelés fonds à formule), ils servent à dissuader toute nouvelle souscription au-delà de la période initiale de constitution du fonds et à faire supporter le coût du débouclage des positions en cas de sortie anticipée. Ils peuvent aussi, dans certains cas, permettre d'imposer un préavis de rachat (le non respect du délai entraînant une majoration de la commission de rachat). Dans ce cas, ces frais n'ont pas vocation à être perçus et fonctionnent en fait comme des pénalités ;

- les droits non acquis à l'OPCVM, le plus souvent rétrocédés au réseau de placement, sont négociables. Ils sont l'un des outils de rémunération de la distribution des OPCVM mais on constate une préférence croissante pour des frais de distribution payés via des rétrocessions de frais de gestion, avec l'inconvénient d'une moins bonne appréciation par l'investisseur du coût supporté à ce titre.

Dans la notice d'information de l'OPCVM, ces commissions sont plafonnées, comme au demeurant les frais de gestion. Ces plafonds peuvent être affichés à des niveaux élevés pour des raisons particulières (possibilité de fermer les souscriptions à un fonds dans le temps ou pour le réserver à un réseau de distribution).

Selon le plan comptable des OPCVM, ces droits doivent être retracés dans les comptes de l'OPCVM qui indiquent dans l'annexe aux comptes de l'exercice les droits perçus, les droits rétrocédés et les droits conservés. Cependant, on constate parfois une perception directe de droits d'entrée par le distributeur.

## 2) Les frais de gestion

Contrairement aux droits de souscription et de rachat, payés à l'entrée ou à la sortie par l'investisseur, les frais de gestion sont payés de façon permanente et sur les actifs de l'OPCVM. Ils sont généralement exprimés sous forme d'un pourcentage annualisé sur la valeur de l'OPCVM.

Ils regroupent l'ensemble des frais engagés pour le compte de l'OPCVM, couvrant les coûts de fonctionnement et la rémunération des intervenants (dont la société de gestion et le dépositaire) à l'exception des frais de transaction.

La définition des "frais de gestion" est un élément essentiel de l'information délivrée au souscripteur, et la notice d'information doit indiquer leur plafond (normalement toutes taxes comprises) en pourcentage de l'actif du fonds. Les frais qui ne sont pas exprimés en pourcentage de l'actif mais en valeur absolue doivent être d'une part lissés dans le temps via des provisions (ce qui permet d'impacter chaque valeur liquidative) et d'autre part être rapportés a priori à l'actif dans l'indication donnée dans la notice.

Le niveau absolu des frais doit être déterminé par le libre jeu de l'offre et de la demande et n'a pas à être régulé en soi. La mission du régulateur porte sur le bon fonctionnement de ce jeu de l'offre et de la demande et, à partir de là, sur la qualité et l'exhaustivité de l'information communiquée à l'investisseur.

La France a mis en oeuvre une conception extensive des frais de gestion. Le plan comptable des OPCVM indique ainsi que les frais de gestion regroupent l'ensemble des dépenses engagées par l'OPCVM pour son fonctionnement (hors transactions) et les dotations aux amortissements. Ainsi, les frais de gestion comprennent des frais qui ne sont pas forcément compris dans l'affichage des "frais de gestion" accepté dans d'autres régimes de régulation : conservation des titres, impression des documents d'information, publication des cours, calcul de la valeur liquidative....

L'approche extensive des frais en France comme dans certains autres Etats peut fausser la comparaison des frais de gestion entre les fonds agréés en France et ceux qui sont commercialisés dans notre pays mais constitués dans des pays se limitant à une information plus réduite, par exemple au Luxembourg.

Cela militerait pour que l'appellation "frais de gestion" soit remplacée à court terme par l'appellation plus générale d'un "total des frais sur encours", proche du concept de "*total expense ratio*" utilisé dans d'autres pays. Il conviendrait également que cette notion soit reprise par tous les Etats membres pour l'application de la nouvelle directive, notamment dans le cadre de l'information devant figurer dans le nouveau prospectus simplifié.



Deux autres questions relatives aux frais se posent : la prise en compte des frais de distribution, l'acceptabilité de différents mécanismes de rémunération du gestionnaire à la performance :

- la prise en compte des frais de distribution est implicite : le client n'a pas accès au partage des frais annuels affichés entre d'un coté les coûts de fonctionnement et de gestion du fonds proprement dits, et, de l'autre, la part qui sera rétrocédée à la distribution<sup>4</sup>. Celle-ci, souvent appelée commission de placement, peut couvrir une prestation plus large de conseil et d'après-vente ;
- les commissions liées à la performance présentent l'avantage pour le client de voir la rémunération de la société de gestion évoluer de façon parallèle à la performance relative dont il bénéficie. Leurs modalités pratiques soulèvent toutefois des difficultés : comment assurer l'égalité des porteurs de parts en cas d'entrées-sorties en cours d'année, l'équilibre de la rémunération et du risque pris (entre l'investisseur et le gérant), la cohérence à définir avec la nature de la gestion conduite et du produit offert.

### 3) Les frais de transaction

La notion de frais de gestion des OPCVM n'inclut dans aucun système de régulation les frais de transaction sur les instruments financiers acquis ou vendus pour le compte de l'OPCVM.

Au plan comptable, ces frais de transaction sont intégrés en compte de capital (classe 1) et non en compte de résultat (classe 6 ou 7), comme le sont les frais de gestion.

Dans ce cadre, un certain nombre de questions se posent :

- quelle information apporter à l'investisseur pour lui permettre d'apprécier les frais supportés à ce titre alors même que la tendance actuelle favorise la comptabilisation des opérations de négociation frais inclus, ce qui empêche une identification claire et directe de cette charge au plan comptable<sup>5</sup> ?
- comment permettre à l'investisseur de contrôler, ou de s'assurer qu'a été contrôlé, le choix des meilleurs intermédiaires et contreparties et, plus spécifiquement, comment prévenir le risque de conflit d'intérêt dans les groupes multimétiers (qui contrôlent à la fois des structures de gestion de courtage, de placement...)?
- comment s'assurer que dans les différents mécanismes de rétrocession et de commissions en nature ("*soft commissions*"), soient prévenus les risques en termes d'opacité, de conflit d'intérêt et d'infraction aux principes de fonctionnement d'une concurrence saine ?

<sup>4</sup> Les rétrocessions de frais de gestion sont aujourd'hui très largement répandues, qu'il s'agisse directement de distribution (commission de placement au réseau bancaire, commission d'apporteur d'affaires à des distributeurs externes comme les conseillers en gestion de patrimoine) ou de formes indirectes telles des rétrocessions versées aux sociétés de gestion des fonds de fonds ou aux compagnies d'assurance pour des contrats d'assurance vie utilisant un OPCVM comme support d'unités de compte.

<sup>5</sup> Ainsi, dans le travail de surveillance et d'enquête de la COB, les incidents les plus significatifs dans les conditions de réalisation de transactions ont été enregistrés sur des instruments financiers négociés en net (produits de taux).

Des progrès semblent pouvoir être accomplis :

- en termes d'information a priori, l'investisseur n'a guère d'éléments lui permettant d'apprécier ce que pourra être la politique suivie par l'OPCVM en matière de transaction et le coût en résultant ;
- en termes d'information a posteriori, le droit comptable prévoit certaines indications dans l'annexe au rapport annuel qui pourraient être complétées sur ce plan par le rapport de gestion ;
- sur les pratiques en matière de rétrocession, un précédent groupe de travail avait conclu, en 1996, à l'interdiction des rétrocessions de frais de courtage, entériné par un règlement de la COB. Il avait toutefois été considéré que d'autres pratiques, à l'époque marginales, pouvaient ne pas faire l'objet de la mise en place de règles précises, notamment les prestations en nature des courtiers à la société de gestion et à ses gérants (*soft commissions*), et les commissions de mouvements partagées entre dépositaires et sociétés de gestion. Cette situation a évolué et mérite aujourd'hui examen.

### *I-C La nécessaire recherche d'un équilibre entre frais, service rendu et performance*

La rémunération des services apportés par la gestion collective vient en déduction de la performance des fonds gérés. Dans le même temps, cette performance est couramment utilisée pour évaluer les résultats du gestionnaire par comparaison avec celle du marché et des autres gérants.

#### **1) Les frais et le service rendu**

Confier ses actifs financiers à un professionnel, via les OPCVM, apporte à l'investisseur les avantages suivants :

- la division des risques procurée par les OPCVM, qui peut être mise en œuvre de façon simple et à moindre coût sur une grande échelle avec une diversification d'autant plus réelle qu'elle s'appuie sur l'expertise de la société de gestion ;
- plus généralement les économies d'échelles permises par la mutualisation de la gestion des actifs. Ces économies portent sur les services liés à l'administration des actifs (la conservation, la surveillance de l'intégrité du portefeuille, le suivi et réinvestissement ou non des produits) et sur leur négociation ;
- la capacité d'expertise du gérant. Cette capacité ne concerne pas seulement la sélection des titres mais aussi l'allocation générale des actifs. Le fait d'être agréé par la Commission des opérations de bourse pour l'activité de gestion pour compte de tiers implique de se doter de moyens et d'une organisation qui assurent la sécurité des actifs confiés et des opérations qui seront initiées pour le compte du client ;

- le conseil à l'investisseur et son information. La société de gestion (quand elle distribue elle-même ses OPCVM) ou le commercialisateur doivent apprécier la situation et les besoins réels du client pour lui proposer des produits présentant le couple risque/rendement approprié. La communication devra ensuite rester régulière pour l'informer de l'évolution de ses actifs, la lui expliquer et proposer éventuellement des décisions nouvelles.

Il s'agit donc d'une palette de services ne se limitant pas à la seule gestion financière. Ces services engendrent des coûts largement déconnectés de la performance servie à l'investisseur, ce qui justifie que la rémunération en soit déterminée largement à partir d'un taux fixe sur l'encours.

Le régulateur n'a pas à juger du niveau de cette rémunération, qui doit rester déterminé par le jeu de l'offre et de la demande. En revanche, il lui appartient de s'assurer que l'investisseur puisse évaluer précisément le service qu'il est en droit d'attendre et les charges induites.

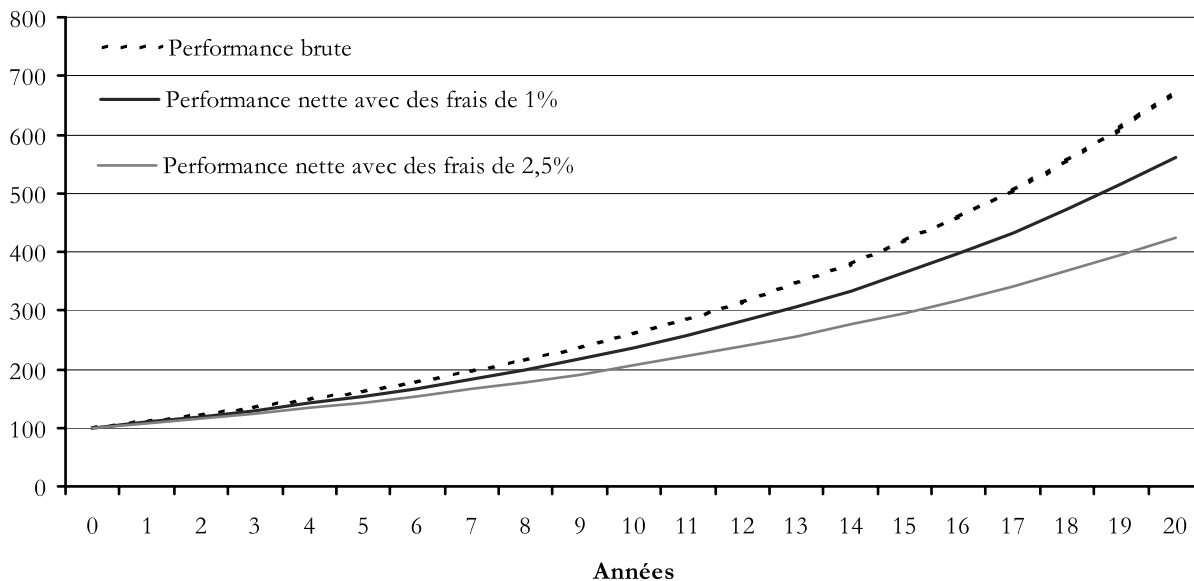
## 2) Les frais et la performance servie

Les frais que supporte l'investisseur viennent en réduction de la performance. Cela n'implique pas que l'investisseur doive nécessairement préférer les fonds faiblement chargés (un service de qualité doit se payer) mais qu'il lui faut prendre en compte le niveau des frais dans sa décision d'investissement.

Le taux de frais affiché doit, en outre, être placé dans la perspective de l'investissement réalisé (performance attendue, horizon de temps). Le développement d'outils de gestion longue, par exemple dans le cadre de l'épargne salariale ou l'assurance vie, conduit à mettre l'accent sur ce que représente, sur des durées importantes, un prélèvement annuel au titre des frais.

Ceci est illustré par le graphique ci-dessous donnant pour 100 investis initialement avec une performance brute capitalisée de 10 % annuellement (tout en soulignant son caractère strictement indicatif et théorique, les marchés financiers ne présentant en aucun cas de caractère linéaire) :

Impact des frais annuels



On voit ainsi que des frais annuels de 1% de l'encours captent un cinquième de la performance capitalisée au bout de vingt ans alors qu'ils ne représentent apparemment qu'un dixième de la performance annuelle de 10 %. Des frais portés à 2,5 % captent quant à eux 45 % de la performance brute au bout de la même durée. L'impact relatif des frais serait naturellement encore plus élevé si la performance brute annuelle était inférieure à 10 %.

En outre, cet exemple chiffré ne prend pas en compte d'éventuels droits de souscription ou de rachat.

Cet impact significatif de ces droits sur la performance n'est en général pas pris en compte par les organismes qui publient les performances des OPCVM ou attribuent des distinctions à telle ou telle société de gestion (corbeille, étoiles...). En effet, l'impact des droits d'entrée sur la performance annuelle dépend de la durée du placement laissée au choix de l'investisseur : elle est donc difficile à prendre en compte dans une présentation "objective". De plus, ces frais sont plus souvent négociables en dessous du taux plafond indiqué dans la notice.

En conclusion, le poids que représentent les frais sur la performance obtenue par l'investisseur, voire sur son capital en cas de circonstances défavorables de marché, mérite que le régulateur appelle régulièrement son attention sur la nécessité d'être vigilant. L'investisseur doit comprendre ce qu'il paye dans le cadre des OPCVM qui lui sont proposés, et la relation entre ces frais et la rentabilité attendue.

### 3) Les frais et le compte d'exploitation des sociétés de gestion

Une autre façon d'appréhender les frais en matière de gestion d'actifs est de suivre les comptes des sociétés de gestion à partir des informations statistiques transmises chaque année à la Commission. Le tableau ci-dessous présente le cumul par poste du compte de résultat des sociétés de gestion françaises<sup>6</sup>.

En millions d'euros	2000		2001(1)		Variation
<b>Produits d'exploitation</b>	6 101	100%	5 957	100,0%	-2%
dont commissions de gestion OPCVM	4 701	77,1%	4 432	77,3%	-2%
dont commissions de gestion mandat	483	7,9%	423	7,1%	-13%
dont commissions de mouvements	333	5,5%	293	4,9%	-12%
dont commissions d'encours OPCVM (2)	86	1,4%	165	2,8%	93%
dont commissions de souscription/ rachat	115	1,9%	81	1,4%	-29%
<b>Charges d'exploitation</b>	4 260	69,8%	4 420	75,4%	5%
dont charges salariales	726	11,9%	861	14,5%	19%
dont rétrocessions de produits passées en charges	2 021	33,1%	1 983	33,3%	-2%
<b>Résultat d'exploitation</b>	1 841	30,2%	1 466	24,6%	-20%

(1) : données 2001 à ce stade provisoires.

(2) : il s'agit, dans le cas d'OPCVM ou de mandats investis dans des OPCVM, des rétrocessions perçues par la société de gestion sur ces OPCVM 'cibles'.

*6 Ce cumul peut présenter des doubles comptes (rétrocessions versées par une société de gestion à une autre société de gestion). Il ne comprend par ailleurs pas les frais qui ne transitent pas par la société de gestion : droits de souscription payés à un tiers distributeur, coûts de transaction (hors part de la commission partagée revenant à la société de gestion), coûts de fonctionnement de l'OPCVM payés directement par celui-ci.*

Les éléments disponibles en termes d'encours montrent que la barre des 1 440 milliards d'euros d'actifs sous gestion est dépassée en 2001 (hors OPCVM investis dans les mandats de gestion déclarés) avec une augmentation de l'ordre de 6 % par rapport à l'exercice 2000.

Cette augmentation est substantiellement plus faible que la croissance à deux chiffres enregistrée ces dernières années. Elle a porté massivement sur les produits de taux (la part des OPCVM monétaires et obligataires a augmenté de cinq points en un an), moins rémunérateurs.

Cela, joint à d'autres effets (comme la baisse des commissions à la performance, moindres en période de baisse des marchés, et des droits de souscription perçus) explique le repli des produits d'exploitation.

D'autres éléments méritent d'être soulignés :

- la part des commissions de mouvement, proche de 5 % en moyenne, sachant que cette part est extrêmement variable entre les sociétés de gestion ;
- la forte progression des rétrocessions sur frais de gestion d'OPCVM enregistrés en produits, qui traduit le développement de l'activité des fonds de fonds ;
- le poids important des rétrocessions enregistrées en charges (qui rémunèrent essentiellement la distribution) puisqu'elles représentent un tiers des produits totaux et près de 50 % des charges.

### *I-D Des comparaisons internationales difficiles en raison de l'hétérogénéité de l'information*

Les comparaisons internationales sont intéressantes à deux titres : elles permettent en premier lieu de situer le fonctionnement du marché national de la gestion et la qualité de sa régulation, elles sont en second lieu un outil de plus en plus nécessaire dans le cadre du marché européen et de son unification sous l'empire de la directive de 1985.

Or, il apparaît que les frais, tant au plan des pratiques admises qu'au plan de l'information donnée aux investisseurs, ne font pas à ce stade l'objet d'une harmonisation entre les différents régulateurs. Au plan européen, cette question reste totalement déterminée par les autorités nationales.

Les différences en matière d'information, de pratiques et de réglementation sur les frais supportés par l'investisseur sont très substantielles. Elles tiennent à la fois au degré de libéralisation de l'économie, à la sensibilité aux considérations d'ordre consumériste des pouvoirs publics nationaux, au poids relatif des métiers financiers en général dans le pays et au développement de l'industrie de la gestion en particulier.

L'absence de normalisation européenne de l'information présente un risque de distorsion concurrentielle au détriment des industries qui s'imposent une plus grande transparence. Le développement du marché unique, en l'absence d'harmonisation de la réglementation, risque ainsi

de donner un avantage concurrentiel indu aux industries les plus opaques, voire à créer une pression pour remettre en cause les meilleures pratiques mises en œuvre ailleurs.

L'absence de définition normalisée des frais de gestion rend les comparaisons difficiles tant sur le plan d'une étude générale que pour l'investisseur. D'une rapide revue des principaux systèmes de régulation ressortent toutefois les considérations suivantes :

- en premier lieu, tous les pays sont amenés peu ou prou à distinguer les trois types de frais évoqués ci-dessus (frais payés par l'investisseur, et notamment les droits d'entrée, les frais de gestion et de fonctionnement payés par le fonds, les frais de transaction), ainsi que l'information donnée *a priori* (dans la notice ou le prospectus) et *a posteriori* (notamment dans les rapports périodiques) ;
- en général, il n'y a pas d'intervention directe de la puissance publique sur le niveau des frais, hormis dans certains pays qui ont établi des plafonds comme l'Espagne (1 % de frais de gestion pour les monétaires et 2,26 % pour les autres OPCVM) ou la Suède, ce qui a disparu en France à la fin des années 80. On peut noter que les Etats-Unis ont établi des plafonds pour la part liée à la distribution (droits d'entrée à 4,6 %, frais récurrents de distribution à 1% l'an) ;
- un certain nombre de pays mettent en œuvre une approche de frais totaux supportés par le fonds en termes de pourcentage de l'actif, soit de façon explicite (Etats-Unis, Canada), soit de façon implicite, par une définition large des frais de gestion (France, Italie) ou à un moindre degré, le Royaume Uni. A l'inverse, de nombreux pays n'imposent pas aujourd'hui l'affichage de ce coût total en termes de pourcentage de l'actif (Luxembourg, Irlande, Espagne, Belgique, Pays-Bas...) ;
- à la différence des autres pays cités, les Etats-Unis ont introduit dans leur réglementation une décomposition entre frais de gestion financière, frais de distribution (dits "12b-1") et les autres frais (audit, administration du fonds, déposition-conservation, comptabilité...). Ces autres frais n'incluent jamais les frais de transaction ;
- une autre différence entre les marchés américains et européens de la gestion collective concerne la taille moyenne des fonds : les OPCVM coordonnés européens, estimés à 25.500, ont en moyenne une taille 7 fois moins importante que les "*mutual funds*" américains (833 millions de dollars contre 125). Cette caractéristique est encore plus marquée en France avec un nombre d'OPCVM à vocation générale proche de l'effectif des "*mutual funds*" américains pour un encours près de 10 fois inférieur. Cela peut être un facteur d'alourdissement des charges fixes de la gestion, et donc un surcoût. La création de classes de parts au sein des OPCVM pourrait *a contrario* faciliter une augmentation de la taille moyenne des fonds.

## 1) L'importance relative des frais de gestion en France et en Europe

Les comparaisons internationales sur les frais de gestion sont rendues difficiles par l'hétérogénéité des standards de présentation et de fonctionnement selon les pays. Le groupe de travail a toutefois cherché à en présenter une vue plus claire sur les principaux marchés européens en s'appuyant sur une étude conduite par le cabinet Fitzrovia.

Cette étude cherche à intégrer à partir des comptes annuels sous forme d'un pourcentage de l'actif moyen non seulement les frais de gestion financière mais aussi l'ensemble des frais additionnels à la gestion financière d'actifs (tels que la comptabilité, la conservation, l'administration, l'audit, etc.). Il s'agit donc là d'une approche complète en termes de "*total expense ratio*" (TER), qui sera de plus en plus le standard international<sup>7</sup>.

Il faut toutefois noter que cette approche ne prend pas en compte les coûts de transaction et les biais importants qu'ils peuvent entraîner (compétitivité des prix de négociation, pratiques de "*soft commissions*" et de rétrocessions, liens avec les intermédiaires utilisés par l'OPCVM ou indépendance des différents acteurs...). Ils n'intègrent pas plus les droits d'entrée payés par l'investisseur et qui reviennent essentiellement à la distribution (cf. infra).

Sur deux exemples de catégories de fonds (actions et obligations européennes), cette étude donne les résultats suivants :

### OPCVM gérés activement et investissant principalement en actions européennes

Pays de domiciliation	France	UK	Allemagne	Italie	Luxembourg	Moyenne
Frais de gestion	1,27%	1,39%	1%	1,75%	1,28%	1,34%
Fitzrovia TER	1,46%	1,57%	1,40%	1,92%	1,94%	1,66%
<b>Ecart</b>	15%	13%	40%	10%	52%	24%

(source Fitzrovia)

### OPCVM gérés activement et investissant principalement en obligations européennes

Pays de domiciliation	France	UK	Allemagne	Italie	Luxembourg	Moyenne
Frais de gestion	0,72%	1,00%	0,57%	1,07%	0,69%	0,67%
Fitzrovia TER	0,85%	1,43%	0,78%	1,22%	1,12%	0,91%
<b>Ecart</b>	18%	43%	37%	14%	62%	37%

(source Fitzrovia)

Trois observations peuvent être faites à partir de ces tableaux :

- en premier lieu, il faut souligner que le taux de frais peut s'avérer singulièrement trompeur : dans les pays n'ayant pas une approche extensive des frais, ceux-ci peuvent couramment dépasser de plus de 40 % le taux présenté au titre des seuls frais de gestion financière ;

<sup>7</sup> Le TER peut être défini comme le total des frais annuellement supportés par le fonds à l'exception des frais de transaction, rapporté à l'actif moyen du fonds. Ainsi, le TER représente le prélèvement total que subit le fonds et non pas seulement celui résultant des frais de gestion financière. Le TER peut aussi être présenté comme la réduction de valeur du portefeuille sur une année dans l'hypothèse que d'une part le prix des valeurs en portefeuille n'a pas bougé et d'autre part elles n'ont fait l'objet d'aucune transaction.

- en second lieu, l'écart entre les frais pratiqués pour des fonds de diverses origines peut s'avérer important : sur l'échantillon donné par Fitzrovia, l'écart entre la moyenne de la juridiction "la moins chère" et 'la plus chère' est ainsi de 39 % pour les fonds "actions européennes" et 83 % pour les fonds 'obligations européennes', avec un positionnement des chiffres des OPCVM français plutôt dans le bas de la fourchette ;
- en troisième lieu, l'écart relevé en France entre les frais de gestion affichés et le TER calculé par Fitzrovia est relativement réduit mais semble avant tout résulter d'une absence de prise en compte de l'impact de la TVA grevant les frais. Cela permet de souligner l'importance qu'il y a à mieux normaliser l'information sur ce point en considérant celle-ci du point de vue de l'investisseur.

## **2) La part importante des frais de distribution dans les frais de gestion.**

A l'heure actuelle, dans les notices d'information (ou prospectus), ou dans le rapport annuel des OPCVM, les éventuelles rétrocessions de tout ou partie des frais de gestion pour rémunérer la distribution ne sont pas communiquées. Les études relatives à l'importance des frais de distribution par rapport aux frais de gestion trouvent donc leurs sources d'information dans les comptes des sociétés de gestion et non dans ceux des OPCVM.

La base de données de la COB (cf. ci-dessus) permet de constater que les rétrocessions, qui correspondent pour l'essentiel aux charges de distribution, représentent au total 48 % des charges d'exploitation de l'ensemble des sociétés de gestion toutes tailles confondues, soit un tiers des produits d'exploitation (y compris gestion institutionnelle et sous mandat).

On constate, au-delà de cette moyenne une grande variété de pratiques en fonction notamment de la taille des établissements. Ainsi, 62 % des petites sociétés de gestion, gérant moins de 150 millions d'euros, ne pratiquent aucune rétrocession pour la distribution, ce qui est lié au fait qu'elles conservent un contact direct avec leurs clients. A l'inverse, 80 % des sociétés de gestion gérant plus de 15 milliards d'euros pratiquent des rétrocessions à hauteur de plus de 20 % de leurs charges d'exploitation, dont 27 % à hauteur de plus de 60 %.

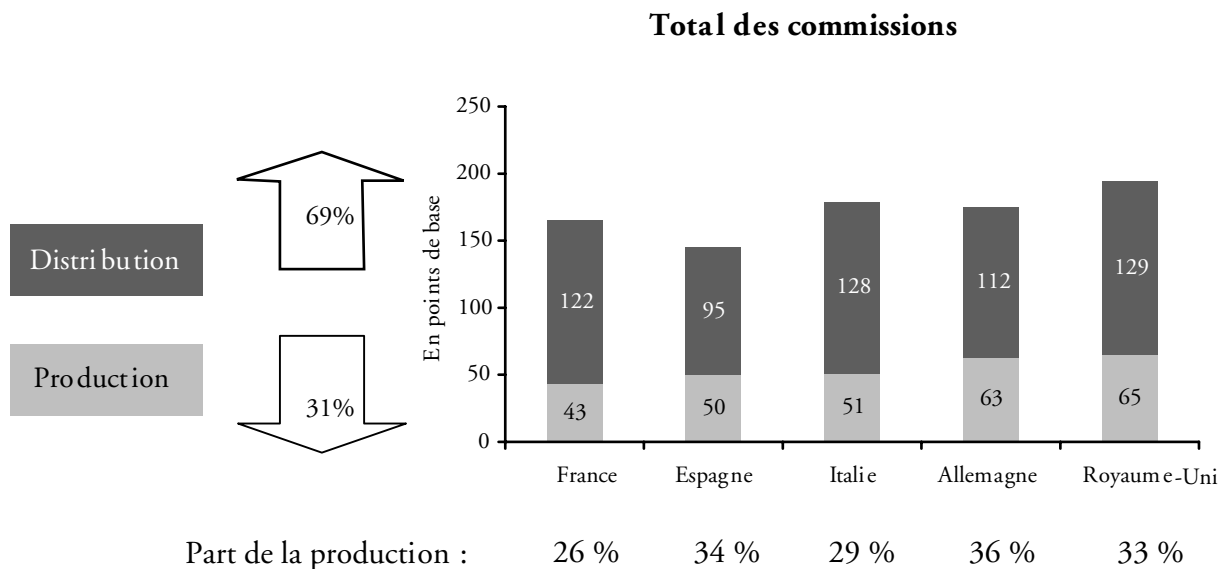
Ces informations sur les coûts de distribution restent en outre partielles puisqu'elles n'incluent ni les frais de souscription qui reviennent largement au distributeur sans transiter par le compte de résultat de la société de gestion, ni les éventuelles (et probablement marginales) rétrocessions de commissions de mouvement au distributeur.

Les informations comparatives disponibles proviennent notamment d'une étude du cabinet McKinsey qui a porté sur la comptabilité analytique 2000 de 56 sociétés de gestion d'OPCVM parmi les plus importantes de cinq pays européens avec des encours cumulés proches de 2.300 milliards d'euros. Cette approche porte donc sur les comptes d'exploitation des sociétés de gestion, et non ceux des OPCVM comme pour Fitzrovia (ce qui explique qu'elle n'inclut pas le Luxembourg). Elle montre une tendance à la hausse des frais de gestion liée notamment à la progression des frais de distribution. Parallèlement, les frais d'administration sont plutôt en réduction.



Il faut souligner qu'il est légitime que le client supporte les coûts de distribution. On peut toutefois s'interroger sur le fait que l'investisseur ne puisse identifier ce coût, son niveau et son évolution. Si une concurrence croissante pesant sur les coûts de production et les progrès techniques réalisés, notamment dans les fonctions de *back-office*, ont permis d'améliorer la productivité de la gestion collective, la part attribuée à la distribution a pu en compenser l'économie pour l'investisseur.

**Partage du revenu brut de la gestion pour épargnants particuliers ("retail") entre la production et la distribution (en points de base rapportés à l'encours en 2000) :**



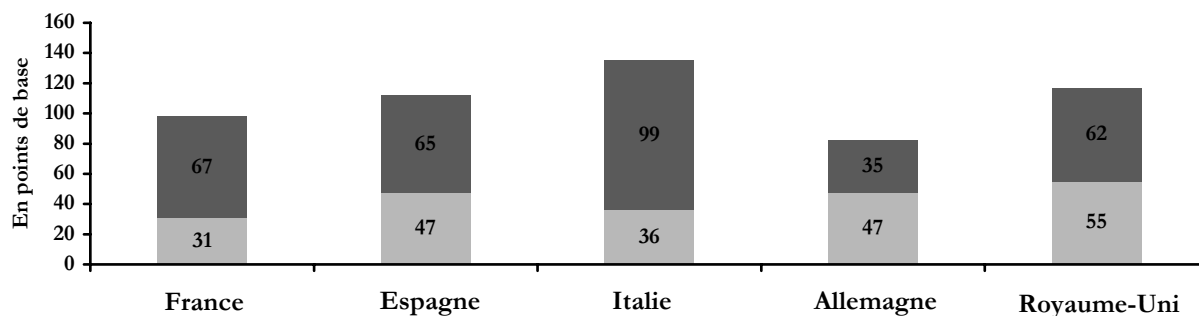
(source Mc Kinsey)

Si l'importance des frais de distribution est une constante de la gestion pour compte de tiers dans le monde, elle paraît avoir pris une proportion particulière en France : la part du revenu brut d'exploitation qui est allouée à la distribution s'y élève à 74 % contre 69 % en moyenne.

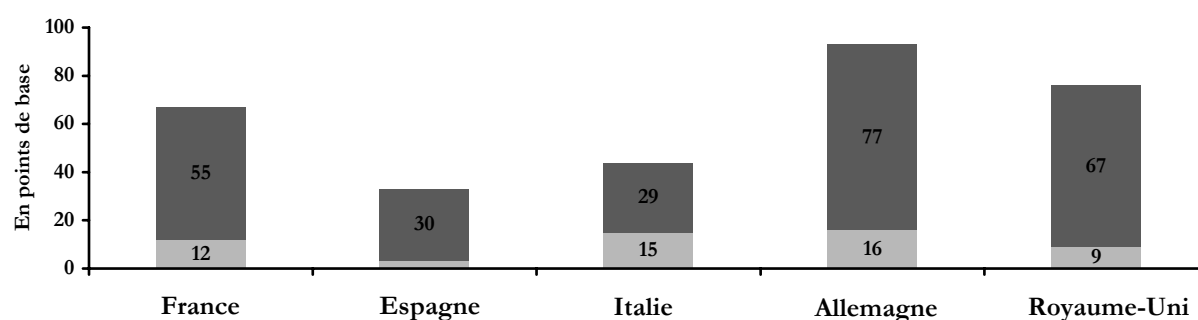
Cette situation reflète notamment la situation des sociétés de gestion filiales de banques, en tant que fournisseurs des réseaux qui sont, quant à eux, en charge de la fonction globale de distributeur, de conseil et d'assistance patrimoniale à leurs clients. Ce rôle de banquier 'global' est largement diffusé en Europe continentale et diffère des modèles américains (fondés sur le "*broker-dealer*" pour la distribution de produits financiers) et anglais (avec un poids prédominant des "*independent financial advisors*"). Il définit une relation différente, notamment en termes de partage du revenu mais aussi de service au client, entre la société de gestion et son distributeur.

La part revenant à la distribution est logiquement plus faible sur les frais de gestion financière proprement dits que sur les autres frais et commissions (ces autres frais sont, dans le cas de la France, essentiellement constitués des droits d'entrée payés par les porteurs à la souscription) :

### Part des commissions de gestion



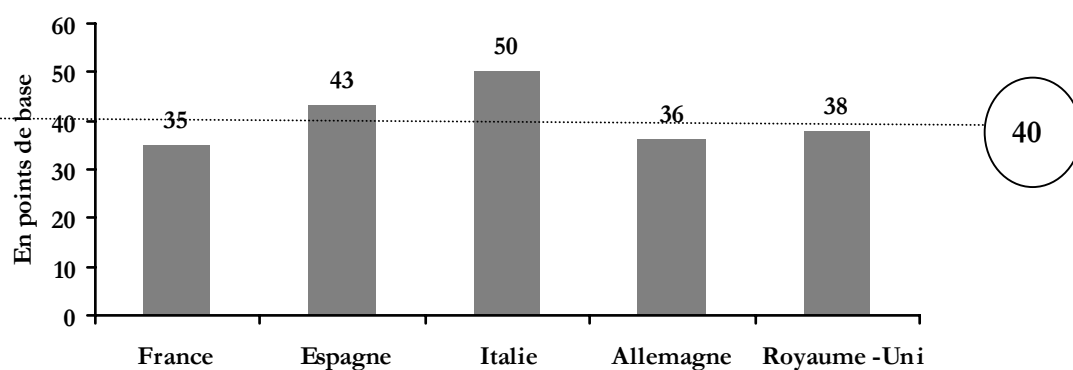
### Part des autres commissions



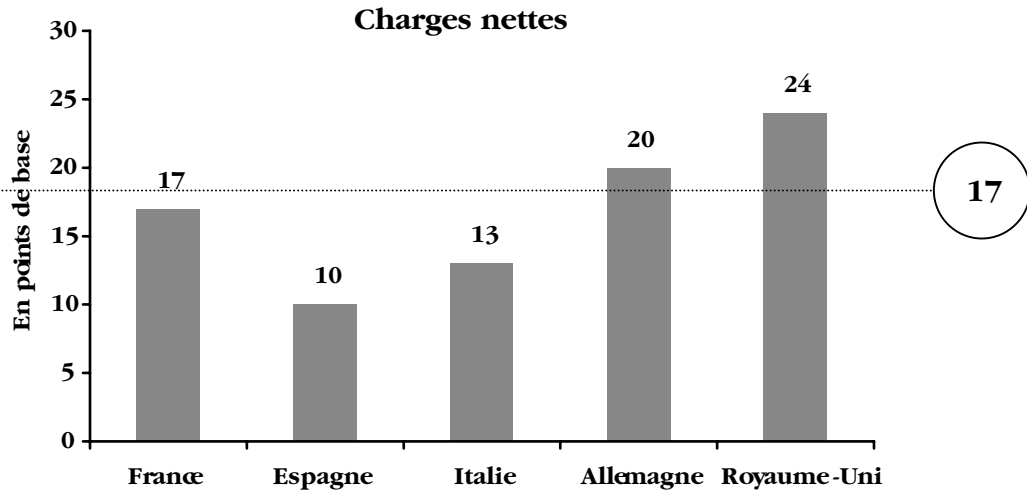
(source McKinsey)

La comparaison des produits et charges d'exploitation exprimés en points de base par rapport aux OPCVM destinés à la clientèle de particuliers ("retail") gérés par ces 58 acteurs les plus importants en Europe met en évidence la diversité des situations. Les produits d'exploitation nets de rétrocessions sont inférieurs à la moyenne au Royaume-Uni, en Allemagne et en France (respectivement 38, 36 et 35 points de base contre 40 en moyenne).

### Produits nets



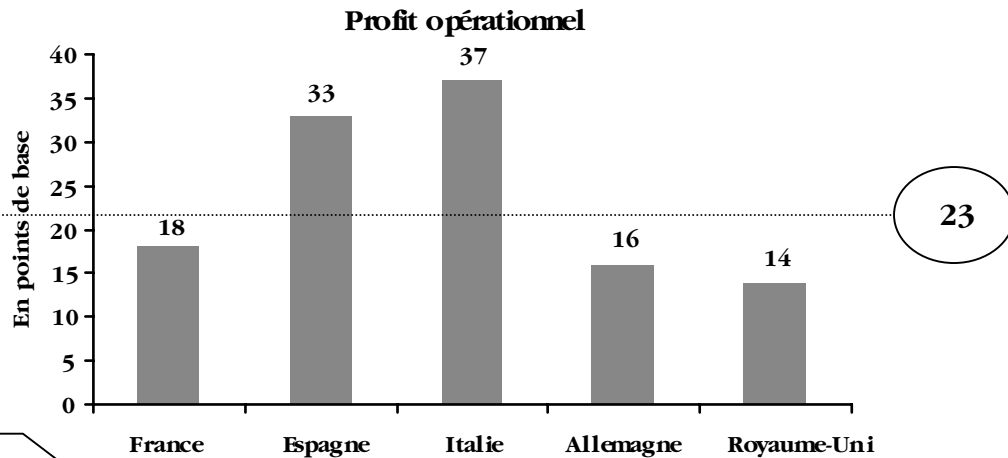
A l'inverse, c'est également dans ces trois pays que les coûts d'exploitation sont les plus élevés (24, 20 et 17 points de base contre 17 en moyenne).



(source Mac Kinsey)

Le poids des coûts de distribution n'est probablement pas sans impact sur l'équilibre économique des sociétés de gestion, avec un résultat opérationnel, ramené à l'encours, de 18 points de base en France, 16 en Allemagne et 14 au Royaume Uni.

**Profitabilité par pays (points de base de l'encours en 2000) :**



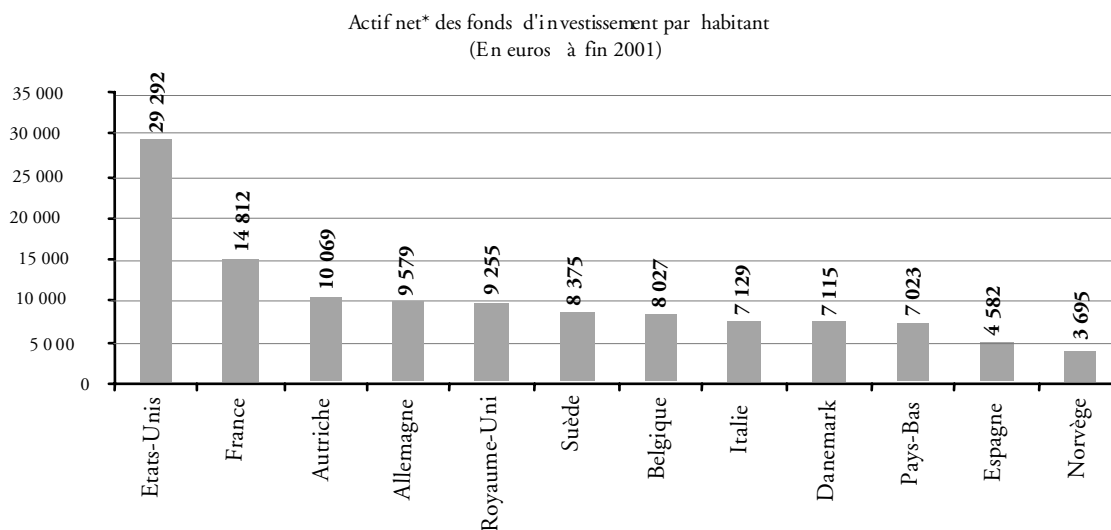
Part de l'encours géré pour la clientèle de particuliers

Pays	Part de l'encours géré pour la clientèle de particuliers
France	55 %
Espagne	78 %
Italie	97 %
Allemagne	39 %
Royaume-Uni	27%

(source Mac Kinsey)

### 3) L'émergence du marché unique européen

Traditionnellement, la gestion collective occupe une place privilégiée en France, ce que retrace le tableau suivant relatif à l'actif moyen géré sous forme d'OPCVM par habitant :

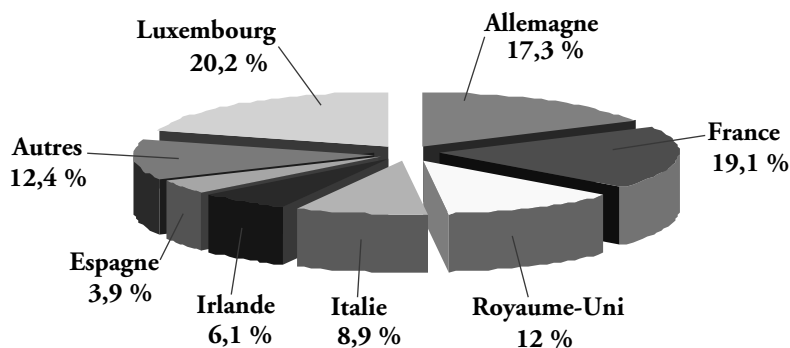


Source : IC I / FEFSI / AFG-ASFFI / OCDE

\* Données non réajustées des actifs luxembourgeois

Cette situation a permis à la France d'occuper la première place sur le marché européen de la gestion financière des OPCVM (elle est dans le même temps seconde en termes de gestion administrative de fonds derrière le Luxembourg) :

**Parts de marché dans l'industrie européenne de fonds d'investissement**  
Actif géré : 4 600 milliards d'euros



Source : FEFSI / AFG-ASFFI

\* Données non réajustées des actifs luxembourgeois

Le marché européen des OPCVM est encore très marqué par sa segmentation nationale, malgré l'émergence croissante d'un marché unique vis-à-vis duquel le niveau d'exigence appliqué aux OPCVM de droit français doit être resitué<sup>8</sup>.

*8 Toutefois, des segments importants et en progression du marché français, tels que les PEA et les fonds communs de placement d'entreprise, demeurent interdits aux OPCVM étrangers coordonnés.*

Outre le fait que ce marché est voué à ignorer de plus en plus les frontières nationales, certaines questions apparaissent d'ores et déjà dans le prolongement des directives sur le commerce électronique ou sur la commercialisation à distance des services financiers, même si celles-ci ne couvrent pas la gestion collective.

Aujourd'hui, les OPCVM ou compartiments d'OPCVM de droit étranger autorisés à la commercialisation en France représentent 37 % de l'offre de produits tous souscripteurs sur le territoire français (3.000 contre 5.500 OPCVM de droit français). Même si leur part de marché est aujourd'hui relativement marginale en termes d'encours (de l'ordre de 4 %), elle peut être appelée à se développer.

En effet, de nombreux gérants cherchent pour des raisons d'économie d'échelle à unifier leur base d'enregistrement des fonds, notamment au Luxembourg : celui-ci représente à lui seul plus de 80 % des fonds autorisés à la commercialisation en France dans le cadre de la directive européenne de 1985. Par ailleurs, les ouvertures progressives faites en matière de fonds de fonds ouvrent indirectement le champ d'investissement au-delà des produits nationaux (le nouveau projet de directive l'élargit d'ailleurs au-delà des OPCVM coordonnés).

D'autres facteurs impliqueront une concurrence et une comparaison de plus en plus directe des différents cadres de régulation proposés en Europe :

- les réseaux de distribution s'ouvrent, de façon récente mais rapidement croissante, aux OPCVM gérés par des sociétés n'appartenant pas à leur groupe, en accompagnement en particulier du développement de la multigestion ;
- l'ouverture depuis deux ans du marché européen aux OPCVM indiciels cotés (les "*trackers*") peut d'ailleurs apporter un élément d'accélération supplémentaire difficile à estimer ;
- l'évolution de l'industrie et sa recherche d'économies d'échelle favorise une organisation transfrontière des métiers et une accélération de sa concentration. La constitution de groupes de gestion intégrés au niveau européen favorise des politiques d'harmonisation, voire d'unification des gammes qui font naturellement entrer en ligne de compte la comparaison des contraintes pesant sur les produits sous les différents régimes de régulation et de fiscalité ;
- le développement d'internet conjugué à l'Euro favorise enfin une comparaison commerciale de l'ensemble des produits.

Le Luxembourg s'est déjà largement positionné dans le domaine de l'enregistrement des OPCVM (même si leur gestion financière est très généralement assurée dans d'autres pays) avec l'appui de ses instances politiques et régulatrices. Paris Europlace a l'ambition de voir la France concurrencer cette position.

Plus généralement, il faut prévenir le risque de voir le souci de protection de l'investisseur se retourner contre la position commerciale et la compétitivité des produits enregistrés en France. La simple information relative aux frais de gestion, plus claire en France que dans d'autres pays européens, peut défavoriser artificiellement les OPCVM donnant une information simple et complète.

Le groupe de travail a toutefois considéré qu'un simple alignement sur une sorte de "moins disant régulateur" ne pouvait constituer une réponse adéquate, sauf à renoncer à ce qui fait une des forces de la gestion française et à une des missions essentielles de la Commission des opérations de bourse.

Il propose donc que soit retenue une stratégie ambitieuse d'amélioration du fonctionnement de la régulation articulée autour des trois axes suivants :

- en termes de formation de l'investisseur, habituer celui-ci à un haut degré d'information en matière de frais, ce qui devrait favoriser le choix des produits soumis à une régulation de bon niveau ;
- développer au niveau européen une approche commune des problèmes de la régulation et de protection de l'investisseur. Le succès des mesures en matière de protection de l'investisseur dépend de l'égalité de concurrence en Europe ("*level playing field*"), qui passe par leur application harmonisée. CESR, le comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, fournit l'enceinte appropriée sous la condition d'élargir son champ de compétences à la gestion collective ;
- renforcer au niveau national la régulation de la distribution dans son rôle de conseil de l'investisseur (notamment avec le projet de loi relatif à la réforme du démarchage).

## **II - Améliorer et normaliser l'information de l'investisseur**

### *II-A La diffusion des documents actuels d'information à destination de l'investisseur peut être améliorée*

Les documents et informations actuellement mis à la disposition de l'investisseur, notamment dans le cadre de la gestion collective sont les suivants :

1. des informations réglementaires à disposition du public
  - la notice d'information (appelée prospectus simplifié au plan européen) ;
  - le bulletin de souscription ;
  - les statuts ou le règlement ;
2. des informations réglementaires pour les porteurs de l'OPCVM
  - la plaquette (état périodique à établir à l'issue de chaque trimestre ou semestre social ou civil au sens de l'instruction de la Commission des opérations de bourse du 15 décembre 1998) ;
  - le rapport annuel, comprenant les comptes annuels et le rapport de gestion ;
3. des informations d'ordre commercial ou publicitaire
  - les documents publicitaires et promotionnels ;
  - les documents de reporting à destination des investisseurs .

La réglementation, les codes de déontologie et la doctrine ont déjà précisé la nature de l'information devant être dispensée à l'investisseur au travers des différents documents ci-dessus. Cependant, l'hétérogénéité de cette information, fonction des différents acteurs, et des difficultés d'accès à certains de ces documents peu connus du public ont été mises en évidence lors des travaux du groupe. En effet, si la disponibilité de la notice d'information, préalablement à toute souscription, semble être un principe généralisé, il en est tout autrement dès lors que l'investisseur cherche à obtenir le règlement ou les statuts, la dernière plaquette ou le rapport annuel.

Dès lors, le groupe a estimé nécessaire de revenir sur les modalités de diffusion des documents d'information et sur les définitions actuellement retenues.

Les différents documents sont actuellement mis à disposition de l'investisseur par la société de gestion ou la SICAV, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un réseau ou de toute entité chargée de la commercialisation du produit.

La Commission des opérations de bourse n'a, à ce jour, pas de rôle de centralisateur de l'information disponible, hormis via la consultation de son serveur minitel, reprenant les principales caractéristiques des produits et surtout les valeurs liquidatives des OPCVM offerts au public.

Une étape préalable vise à définir quelles peuvent être les obligations en termes de communication, préalablement à toute souscription et au cours de la période de détention ainsi que les types de supports visés.

#### **Proposition N° 1 :**

**Le groupe de travail propose de maintenir le principe de l'obligation de diffusion systématique des documents réglementaires d'information par les sociétés de gestion ou, sous leur responsabilité, par le distributeur.**

**La réforme du démarchage devra être l'occasion de préciser les obligations du distributeur afin d'aménager la répartition des responsabilités entre celui-ci et la société de gestion.**

**Sur option du souscripteur, la documentation réglementaire doit pouvoir lui être adressée sous forme électronique. Dans le cas contraire, les documents réglementaires d'information doivent être disponibles pour le porteur sur simple demande écrite dans un délai d'une semaine.**

**Pour les autres demandes, ces documents devraient pouvoir être disponibles au choix de la société de gestion soit sur sites internet, soit sous forme papier, soit encore éventuellement par messagerie électronique.**

**La mise à disposition systématique sur site internet des notices et rapports des fonds devrait être encouragée.**

Par ailleurs, le client potentiel est souvent approché au moyen de documents commerciaux plus succincts que la notice d'information. Il est souhaitable que ces documents fassent figurer explicitement d'une part les frais prélevés et d'autre part rappellent la tenue à disposition de la notice d'information.

## **Proposition N° 2 :**

Le groupe prend acte que le principe d'une centralisation des principaux documents (notice, rapport annuel) sur le site de la Commission des opérations de bourse a été retenu. La mise à disposition de ces documents est envisagée dans le cadre de la rénovation de son site (à un horizon de la fin 2003), en concertation avec les professionnels et les investisseurs, notamment sur le contenu, les systèmes d'alimentation et la diffusion.

## *II-B Les différents supports d'information peuvent être enrichis*

### **1) La notice d'information**

Celle-ci doit comporter les informations nécessaires à l'obtention par courrier et par consultation d'une page internet de sa dernière mise à jour, de la dernière plaquette, du dernier rapport annuel ainsi que du document de "données périodiques" introduit ci-dessous. Sa disponibilité est permanente.

Le groupe a pris en compte le fait que la notice d'information telle que définie dans l'instruction du 15 décembre 1998 est vouée à évoluer conformément au modèle de prospectus simplifié introduit par la nouvelle directive européenne.

Aujourd'hui, la plupart des OPCVM étrangers autorisés à la commercialisation en France dans le cadre de la directive de 1985, ne mettent pas en œuvre le concept de notice d'information ou de prospectus simplifié. La notice a l'avantage de mettre sous une forme très condensée (souvent 1 ou 2 pages) et aisément exploitable par tout investisseur les informations essentielles que celui-ci doit avoir pour faire son choix.

La nouvelle directive a prévu de généraliser en Europe la pratique d'un prospectus simplifié, peu ou prou équivalent à la notice d'information en vigueur en France depuis de nombreuses années. Le contenu de ce prospectus est décrit dans l'annexe I de la directive et devrait comprendre pour l'essentiel :

- la présentation succincte de l'OPCVM (date et droit de constitution, indication d'éventuels compartiments, société de gestion, dépositaire, commissaire aux comptes, promoteur, durée) ;
- objectifs et stratégie d'investissement de l'OPCVM, profil de risque et l'investisseur visé ;
- performance historique de l'OPCVM ;
- régime fiscal, droits d'entrée et de sortie, autres frais, éclatés selon qu'ils sont payés par le porteur ou sur les actifs du fonds ;
- modalités de souscription - rachat, d'arbitrage entre compartiments, de dividendes, d'établissement de la valeur liquidative (VL) et de sa diffusion.

La forme et le contenu de la notice actuelle ne devraient pas ainsi être substantiellement modifiés, le prospectus simplifié s'inspirant largement de la notice d'information définie par la Commission



des opérations de bourse en 1998. La seule innovation importante porte sur la communication de la performance historique, le souci du régulateur français ayant plutôt été jusqu'ici d'appeler l'attention de l'investisseur sur le fait que les performances passées ne préjugeaient pas des performances futures.

La transposition de la directive européenne devrait être ainsi l'occasion de réviser le format de l'information donnée *a priori* à l'investisseur.

### **Proposition N° 3 :**

**Le groupe de travail propose que la révision du contenu de la notice permette de distinguer :**

- une information " statutaire ", relative à la présentation, à la politique d'investissement, aux frais maximaux et aux modalités de fonctionnement de l'OPCVM ;
- une information de nature statistique basée sur des données constatées.

**Ces deux types d'information pourraient constituer une partie A et une partie B, cette dernière étant mise à jour annuellement après approbation des comptes de l'OPCVM au sein de la notice d'information qui deviendra le " prospectus simplifié " établi par la nouvelle directive OPCVM.**

### **L'information statutaire ("partie A") :**

L'information statutaire devrait être complétée, notamment sur la présentation de l'objectif de gestion, la stratégie d'investissement et l'orientation des placements pour définir :

- les instruments financiers utilisés (l'exposition de l'actif représentative de la gestion de l'OPCVM en termes de marchés, secteurs géographiques, le recours à des instruments financiers dérivés cotés, à des contrats à terme non cotés etc.).
- l'univers de référence de la gestion mise en œuvre, qui pourrait être caractérisé par l'utilisation d'indicateurs de référence, et l'objectif de gestion (par exemple en termes de sensibilité, de performance attendue, de niveau de risque ou de volatilité etc.).

### **Le document de " données périodiques " (partie B):**

Ce document synthétique aurait trois objectifs :

- constituer la partie B du prospectus au regard notamment de ce qui est prévu au plan européen en termes d'informations statistiques sur les performances passées ;
- améliorer le processus d'information des investisseurs sur certains points actuellement non prévus, par exemple le taux de rotation du portefeuille constaté, ou qui ne sont abordés que dans les rapports périodiques (frais réels constatés) ;
- normaliser enfin certaines données dans les différents supports de communication.

Ce document vise à donner des informations quantitatives synthétiques, pouvant être mises à jour dans des délais brefs suivant la date de référence. Moins lourd en termes d'élaboration, il est destiné à être diffusé de façon plus rapide que la plaquette, et ne nécessite pas, comme cette dernière, une attestation de la part des commissaires aux comptes.

Il pourrait être diffusé de façon soit autonome, soit en appui aux documents publicitaires et promotionnels, aux comptes rendus de gestion et d'une manière générale, à tout document ne faisant pas l'objet d'un contenu réglementé mis à la disposition des investisseurs.

**Proposition N° 4 :**

**Mise à jour selon une périodicité annuelle après l'approbation des comptes, la partie B devrait comporter, dans le cadre de la mise en place du prospectus simplifié et de l'information sur les performances passées (cf. point 5 ci-dessous) :**

- l'évolution de la performance comparée à celle du ou des indicateurs de référence. Il ne s'agit pas ici de promouvoir un style de gestion indicielle ou "*benchmarkée*", mais de donner une information pertinente permettant d'apprécier la performance réellement atteinte ;
- le montant des frais de gestion réels moyens du dernier exercice clos selon la notion de TFE, "total des frais sur encours" définie ci-dessous et le taux de rotation du portefeuille constaté au cours du dernier exercice comptable.

**Cette partie B, faisant partie de la notice d'information, sera en outre intégrée dans les documents réglementaires.**

Toutefois, certains membres du groupe de travail, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont souhaité que la mise en œuvre de cette proposition soit conditionnée à son adoption au plan européen.

## **2) Le bulletin de souscription**

Le bulletin de souscription est un support systématiquement utilisé pour la commercialisation de l'OPCVM. Il ne fait pas l'objet d'un examen préalable par la COB.

**Proposition N° 5 :**

**Le bulletin de souscription devra comporter une mention manuscrite du souscripteur indiquant que la notice lui a été effectivement remise et qu'il en a pris connaissance avant toute souscription. Le bulletin devra en outre préciser les modalités d'obtention du règlement ou des statuts, ainsi que les informations nécessaires à l'obtention de la dernière plaquette et du dernier rapport annuel.**

La possibilité que les souscriptions puissent être faites par voie électronique a déjà été abordée dans la recommandation COB sur l'utilisation d'internet. Dans le cas d'une commercialisation par ce canal, la validation de la souscription et de ce fait la validité du bulletin de souscription devront être liées à la mise en place de procédures visant à afficher la notice d'information ainsi que le document de "données périodiques". L'acceptation de la souscription électronique sera donc

conditionnée par l'affichage de ces documents et la validation par le souscripteur du fait qu'il en a pris connaissance et qu'il en accepte les termes.

Cette procédure systématique d'information répond à deux objectifs : une correcte et nécessaire information de l'investisseur et la réduction des risques de litige entre les investisseurs et la société de gestion.

### **3) La plaquette (état périodique à établir à l'issue de chaque trimestre ou semestre social ou civil au sens de l'instruction du 15 décembre 1998)**

La plaquette présente l'intérêt d'une validation périodique par les commissaires aux comptes de données telles que l'inventaire. Elle devra bénéficier des mêmes modalités de diffusion que celles précisées ci-dessus, notamment l'obtention par courrier et par consultation d'une page internet de sa dernière mise à jour.

La plaquette, outre son contenu actuel, reprendra certaines des informations du document de données périodiques : performance, frais réels.

### **4) Le rapport de gestion**

Le rapport de gestion devra suivre les mêmes règles de mise à disposition que les documents précédents.

Le rapport de gestion doit comporter les éléments suivants :

- la classification de l'OPCVM ;
- l'indicateur de référence, l'objectif de gestion, les instruments financiers utilisés ;
- une analyse de la performance telle que décrite ci-dessous ;
- le commentaire de gestion reprenant les options retenues, les évolutions du portefeuille et des instruments utilisés ;
- les modifications apportées à la présentation des comptes annuels et aux méthodes d'évaluation retenues ;
- la pratique en matière d'exercice des droits de vote.

Le rapport de gestion devra par ailleurs être revu à la lumière des développements particuliers sur les coûts de transaction et les fonds de fonds (cf. chapitre III et IV).

## **II-C La définition plus complète et précise des frais de gestion**

### **1) La notion de TFE (Total des frais sur encours)**

La dénomination actuelle des "frais de gestion" n'est pas satisfaisante dans la mesure où elle est imprécise. En effet, le terme de frais de gestion utilisé dans d'autres pays ne couvre que la gestion financière *stricto sensu*, ce qui n'est pas le cas en France. Or les autres frais de fonctionnement de l'OPCVM peuvent représenter jusqu'à 50 % des frais ainsi affichés sur une base restrictive (cf. supra).

Il est apparu souhaitable d'utiliser un terme décrivant de façon plus adéquate le total des frais, en se rapprochant ainsi de la notion de "*total expense ratio*" (ou TER), utilisée de façon courante aux Etats-Unis et au plan international.

Cette définition des frais de gestion regroupera l'ensemble des frais supportés par l'OPCVM hormis les frais de transaction.

#### **Proposition N° 6 :**

**Le groupe de travail considère que la dénomination de " frais de gestion " devrait être abandonnée au profit de celle de " total des frais sur encours " (TFE). Une information en annexe devrait préciser les postes que cette notion recouvre (gestion financière, administrative, comptable, conservation, distribution, ...), mais également qu'en soient exclus les frais de transaction.**

La notion de TFE serait utilisée :

- tant dans la partie A de la notice d'information (TFE maximum mais sans prendre en compte une éventuelle commission de performance)
- que dans la partie B de celle-ci et le rapport annuel (TFE réel du dernier exercice connu). Ce TFE réel distinguerait éventuellement le TFE fixe et la commission de performance.

#### **L'aspect fiscal**

Il est proposé d'uniformiser l'information apportée à l'investisseur sur le total des frais sur encours au regard de la TVA en prenant en compte les deux considérations suivantes :

- le principe doit être que l'information apportée à l'investisseur doit être la plus complète de son point de vue ;
- le droit fiscal français donne pour les FCP seuls, mais pas pour les SICAV, la possibilité à la société de gestion d'opter ou non pour la TVA, ce que l'investisseur est difficilement en mesure d'apprécier.

**Proposition N° 7 :**

**Le groupe de travail estime que le TFE maximum affiché doit être présenté toutes taxes incluses. Ce taux devrait être présenté dans l'ensemble des documents d'information à destination du public.**

## **2) La différence entre taux maximum et taux réel**

La notice indiquera le taux maximum des frais de gestion que l'investisseur devra supporter au titre des charges récurrentes du fonds. Ce taux annoncé *a priori* peut s'écarter substantiellement du taux effectif pratiqué :

- d'une part, le taux communiqué est un taux maximum qui prend souvent une marge par rapport à ce qui sera effectivement constaté (notamment, certains frais sont fixes et non pas proportionnels aux encours). On constate sur un échantillon que l'écart entre frais réels et frais maximaux indiqués *a priori* est en moyenne de 8 % sur les fonds actions, 25 % sur les fonds obligataires et 32 % sur les fonds monétaires ;
- d'autre part, et dans l'autre sens, les OPCVM prévoyant une rémunération variable ou commission de performance (cf. chapitre IV) sont de plus en plus nombreux. Par définition, ces frais ne peuvent être déterminés qu'*a posteriori*.

Il en résulte un réel besoin de communication pour l'investisseur sur les frais effectivement constatés *a posteriori*. Le droit comptable des OPCVM prévoit certes aujourd'hui une information dans l'annexe aux comptes, mais sans en normaliser la présentation. Cette information devrait être systématiquement apportée sur la base d'un taux unique avec une méthode de calcul directement comparable d'une société de gestion à l'autre.

**Proposition N° 8 :**

**Le groupe estime souhaitable de compléter l'information en donnant dans la partie B de la notice d'information et dans le rapport de gestion le taux de frais effectivement constaté. L'affichage du TFE réel doit distinguer les frais de gestion fixes et les frais de gestion variables sur la période considérée (ces derniers devront faire l'objet d'une identification du type "frais variables : X %", ces frais variables n'étant pas pris en compte dans les frais maximum de la partie A de la notice).**

**Le calcul doit donc rapporter le montant sur la période des frais de gestion et de fonctionnement (fixes et variables) à l'actif net moyen pour la période considérée.**

## **3) Montant total des frais pour 10 000 €**

Le débat aux Etats-Unis a récemment porté sur un renforcement de l'information donnée *ex post* de façon simple et accessible à tout investisseur. Un rapport du *General Accounting Office* américain de mai 2000 a ainsi proposé que soit communiqué à tout investisseur le montant total de frais effectivement supportés au titre de son investissement en parts de "*mutual fund*" au cours du dernier exercice, y compris les droits d'entrée et de sortie.

Une telle orientation est apparue excessivement lourde et complexe à mettre en œuvre et la réglementation américaine exige plus simplement, désormais, de mentionner dans tout prospectus d'OPCVM le montant de l'ensemble des frais supportés pour 10.000 \$ investis sur un an en parts de l'OPCVM (y compris les éventuels droits de souscription et de sortie).

Le groupe considère qu'il n'est pas nécessaire à ce stade de reprendre une telle orientation en droit français. Outre les difficultés soulevées sur le mode précis de calcul (notamment sur les droits d'entrée et de sortie), une telle information ne semble pas constituer une amélioration substantielle de l'information du porteur de parts par rapport à ce qui est déjà proposé en termes de TFE (maximum a priori et réel constaté) et de présentation des performances passées nettes des frais (cf. proposition 10).

## ***II-D Le cas de frais très élevés***

L'attention du groupe a été appelée par les services de la Commission des opérations de bourse sur un certain nombre de cas où des produits affichant *a priori* un niveau de frais très élevé ne permettaient pas d'envisager une performance correcte s'ils étaient mis en œuvre tels quels.

Cette difficulté n'a été traitée jusqu'ici que de façon imparfaite, la Commission des opérations de bourse demandant que soit inséré un avertissement spécifique dans la notice dès lors que le cumul des frais (droits d'entrée et de sortie, frais de gestion, y compris sur OPCVM cibles dans les fonds de fonds) dépassait 10 %.

Cette préconisation appelle les observations suivantes :

- en soi, le taux de 10 % est très élevé. Il ne prend en outre pas en compte la classification de l'OPCVM concerné (le niveau des frais doit être cohérent avec la performance attendue et le type de produit : on ne peut prendre la même grille d'analyse pour un OPCVM monétaire et un OPCVM actions) ;
- il s'appuie sur un taux maximum indiqué dans la notice qui sera souvent sensiblement inférieur en moyenne et dans la réalité. Par exemple, un fonds de fonds peut afficher un taux élevé de frais maximum perçus dans les OPCVM cibles pour garder le plus de marges de manœuvre, sans pour autant projeter de pratiquer effectivement une gestion supportant les taux de frais maximum affichés. Cela est aussi souvent constaté dans les OPCVM monétaires et, à un moindre degré, dans les OPCVM obligataires.

Le groupe de travail considère souhaitable que, dans le cadre de l'instruction de l'agrément des OPCVM, la Commission des opérations de bourse affine cette approche de façon à mieux prendre en compte la nature de l'OPCVM en cause et l'adéquation des frais affichés.

## *II-E Terminologie des commissions de souscription et de rachat*

Afin de définir de façon plus précise la nature des commissions de souscription et de rachat et de permettre de mieux en mesurer l'ampleur, le groupe de travail propose de mieux distinguer ce qui ressort de la couverture normale des coûts d'acquisition et de formation du portefeuille, de ce qui ressort d'une décision de l'investisseur par exemple de sortie prématurée. Cette dernière catégorie serait définie sous la forme d'une "pénalité", s'ajoutant de façon distincte aux frais d'entrée et de sortie normaux.

## *II-F L'affichage des performances et les commissions variables*

Dans un souci d'harmonisation de la communication sur les performances, et dans l'attente d'une réflexion plus générale, il est proposé de préciser dès à présent leur présentation.

### **1) La présentation des performances**

La présentation des performances devrait être faite du point de vue de l'investisseur, nette de tous frais qu'il s'agisse des commissions de souscription et de rachat comme des frais de gestion. En effet, pour lui, il s'agit bien là de l'information la plus pertinente (combien en fin de compte il a retiré du placement proposé, net de l'ensemble des coûts supportés). Dans le même temps, cette information présente une complexité particulière dans la mesure où les frais de souscription maximum ne sont pas obligatoirement représentatifs de ce que les souscripteurs auront à acquitter effectivement auprès des différents réseaux de commercialisation.

Pour tenir compte de ces deux observations, le groupe de travail a retenu deux propositions :

#### **Proposition N° 9 :**

**Il est proposé que la présentation des performances passées soit effectuée sur 1 an, 3 ans et sur la durée de placement recommandée, en net des frais de gestion mais sans tenir compte de l'impact des commissions de souscription et de rachat. Dans ce cas, la mention suivante devra figurer à la suite de cette présentation : " Ces performances n'incluent pas l'impact des droits de souscription et de rachat."**

#### **Proposition N° 10 :**

**En complément des informations précédentes, il est proposé qu'il soit indiqué, outre que "Les performances passées ne préjugent pas de la performance future", l'explication littérale suivante : " Sur la durée de placement recommandée de XX ans, pour un porteur acquittant les droits de souscription et de rachat aux taux maximum, la performance nette de commissions de souscription et de rachat aurait été de X% sur cette même période, correspondant à un taux actuariel de Y% sur un an".**

Cette information trouvera naturellement sa place dans le rapport annuel, la plaquette, ainsi que dans la partie B de la notice d'information.

Toutefois, certains membres du groupe de travail, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont souhaité que la mise en œuvre de cette proposition soit conditionnée à son adoption au plan européen.

## **2) Des commissions de performance mieux explicitées**

Le développement de ces commissions appelle des précisions sur le cadre dans lequel elles peuvent être mises en œuvre. Trois préoccupations devront être prises en compte :

- la nécessité de définir un mécanisme opérationnel de calcul respectant au mieux le principe d'égalité des porteurs afin de concilier la commission à la performance avec la possibilité pour les porteurs d'entrer et de sortir à tout moment sans générer des situations d'enrichissement ou d'appauvrissement artificielles de ceux-ci ;
- l'impératif de cohérence entre l'objectif de gestion et la rémunération à la performance : celle-ci doit s'étalonner à partir d'un indicateur ("*benchmark*") objectif et facilement contrôlable par l'investisseur et surtout cohérent avec l'objectif de gestion (on ne peut proposer une commission de performance fondée sur l'EONIA dans un fonds actions) ;
- l'impératif enfin, d'équilibre du mécanisme entre l'intérêt du client et celui de l'opérateur. Dans cet esprit, il a été en général demandé que seule une fraction minoritaire de la surperformance (et de façon générale, pratiquement toujours inférieure à 30 %) soit captée par la société de gestion afin d'éviter les situations d'asymétrie dans lesquelles la performance reviendrait à la société de gestion alors que l'investisseur conserverait les risques.

### **Proposition N° 11 :**

**Le groupe souhaite que la Commission des opérations de bourse définisse dans un article au Bulletin mensuel, après concertation avec la profession, les principes selon lesquels des commissions de performance peuvent être mises en place dans les OPCVM agréés et préconise un mode de calcul type cohérent avec ces principes et respectant au mieux l'équilibre entre les porteurs de parts.**

**L'information devant figurer dans la notice devrait être précisée.**



### III - une meilleure connaissance des coûts de transaction et de distribution

#### III-A Les coûts de transaction et les pratiques de rétrocession

##### 1) La nature des frais de transaction

Les frais liés aux transactions font partie des frais supportés par l'investisseur. Ils sont pour l'essentiel constitués des frais de négociation (courtage) et à titre accessoire des frais supportés par le dépositaire. Ces frais appellent trois observations :

- contrairement aux autres frais, ils ne sont pas intégrés dans le total des frais sur encours et ne font donc pas l'objet d'une obligation d'affichage *a priori* comme *a posteriori*. Ils ne sont pas non plus plafonnés et s'imputent directement sur la performance du fonds ;
- ils peuvent représenter un poids important par rapport aux frais de gestion, en particulier en gestion institutionnelle. Une étude menée sur 42 pays montre un coût de transaction sur actions de l'ordre de 60 points de base annuellement (32 au titre des frais explicites, 8 au titre de la fiscalité, 20 au titre de l'impact de marché) ;
- la maîtrise des coûts de transaction fait partie des obligations du gérant et constitue un élément essentiel d'une bonne gestion, en application du principe de meilleure exécution ("*best execution*"), posé par le règlement de la Commission des opérations de bourse n° 96-03. Un des principaux avantages de la gestion collective est en effet de faire bénéficier l'investisseur du gain sur les coûts de transaction apporté par la compétence de professionnels et les économies d'échelle. Ces coûts doivent donc pouvoir être évalués et communiqués à l'investisseur pour qu'il puisse apprécier la performance de la gestion.

Le cabinet Mc Sherry réalise régulièrement des études comparant les coûts de transactions dans plus de 40 pays. D'autres cabinets (comme Plexus ou GSCS par exemple) effectuent également de telles analyses. Certains investisseurs institutionnels utilisent d'ores et déjà ces outils pour évaluer la qualité d'exécution des sociétés de gestion. Le cabinet Mc Sherry décompose les coûts de transaction en trois composantes :

- les commissions des intermédiaires ;
- les frais (impôts de bourse, frais de bourse divers) ;

- l'impact de marché<sup>9</sup>, lequel est obtenu en comparant le cours de négociation avec la moyenne quotidienne du cours le plus haut, le plus bas et du cours de clôture pour chaque valeur.

Selon cette étude, la France apparaît comme la place où les coûts totaux d'exécution sont parmi les plus bas (35 points de base (pb) dont 14 pb d'impact de marché) alors que la moyenne des 42 pays étudiés est de 60 pb dont 20 pb d'impact de marché.

La question des coûts de transaction apparaît ainsi plus large que l'analyse des seules commissions et frais payés lors de l'acquisition ou de la vente de titres. De nombreux autres facteurs doivent être pris en compte tels que la taille des ordres, la liquidité, la capacité pour les intermédiaires de se porter contrepartie, la qualité de la recherche des intermédiaires, la place de négociation, les services supplémentaires offerts sur les marchés réglementés, la fiscalité etc. Certains de ces éléments se traduisent dans le niveau de commission de transaction mais beaucoup sont intégrés de manière implicite dans l'impact marché. Pour évaluer la qualité d'exécution, l'information apportée par le simple affichage des commissions directes de transactions est donc partielle.

La fonction d'exécution ne se réduit pas à une simple transmission d'ordres. La société de gestion peut certes en fonction de sa capacité de négociation obtenir des conditions plus ou moins intéressantes sur le niveau des commissions avec les intermédiaires (*brokers*), mais elle peut aussi être une source de valeur ajoutée importante dans l'exécution des ordres qui s'ajoute à la pertinence des décisions d'investissement. On le constate par exemple en gestion indicielle où la différenciation en matière de performance est particulièrement dépendante de la qualité d'exécution.

Récemment, le rapport Myners s'est focalisé au Royaume-Uni sur cette question des frais de transaction dans la gestion effectuée pour le compte des fonds de pension. Il a dénoncé l'absence de contrôle direct des fonds de pension sur les coûts de transactions qui ne font pas l'objet d'un compte rendu spécifique. Cette pratique inciterait les gérants à transférer une partie des coûts, notamment de recherche, aux courtiers. Ceux-ci sont financés par les commissions de courtage qui ne sont pas soumises à un contrôle approprié de la part des fonds de pension. Ce rapport propose donc que les gérants intègrent directement ces coûts de transaction dans le coût total de la gestion avec un reporting adéquat. Les sociétés de gestion et les fonds de pension pourraient ainsi contrôler davantage ces coûts.

L'association anglaise de la gestion (*Investment Managers Association* -IMA) s'est interrogée sur les avantages de cette proposition et a demandé une étude d'impact sur ce sujet<sup>10</sup>.

*9 L'impact de marché correspond en fait à l'écart du prix de l'exécution d'un ordre par rapport aux meilleures limites du carnet d'ordres. Ainsi, un ordre de taille importante pourra n'être exécuté que partiellement au prix des meilleures limites du carnet d'ordres, une partie n'étant exécutée qu'en allant chercher des prix moins avantageux dans le carnet d'ordres. Il s'agit donc bien d'un coût (positif). Une seconde composante de l'impact de marché réside dans l'effet de signal : certains investisseurs répliquant les positions d'autres intervenants (investisseurs vendant, par exemple, lorsque telle grande société de gestion vend...), l'effet d'une transaction sur la liquidité d'un titre peut affecter le prix de ce titre. Cet effet implique donc aussi nécessairement un coût*

*10 Etude des Professeurs Neuberger et Brealey de la London Business School.*

Elle souligne que le reporting de l'ensemble des coûts de transaction à l'investisseur inciterait les sociétés de gestion à négocier avec leurs intermédiaires afin d'améliorer les conditions d'exécution (commissions et impact marché). Toutefois, elle met en évidence certains risques. L'affichage des coûts de transaction pourrait inciter les sociétés de gestion :

- à limiter de manière excessive et artificielle la rotation des portefeuilles et à réduire leurs investissements dans la qualité d'exécution (des coûts d'exécution élevés se traduisent généralement par un niveau de service supérieur de la part des intermédiaires) ;
- à exécuter leurs opérations sur la base d'un prix net incorporant déjà la marge de l'intermédiaire.

En tout état de cause, les coûts d'exécution ont un impact direct sur les performances puisqu'ils sont entièrement répercutés sur le portefeuille géré. Cela incite indirectement les sociétés de gestion à maîtriser leurs coûts d'exécution (commissions de transaction + impact de marché). Au stade actuel, l'association anglaise des gestionnaires de fonds a établi un code de conduite qui prévoit un effort significatif de transparence pour la gestion des fonds de pension à deux niveaux :

- une information annuelle sur la politique suivie en matière de transaction : méthode de choix des intermédiaires et de négociation, politique en matière de commissions en nature et de rétrocessions, de recherche externe, de conservation et de transaction sur les marchés étrangers, mesures prises par le gérant pour améliorer l'efficacité de ses transactions, gérer d'éventuels conflits d'intérêt ;
- une information statistique au moins mensuelle détaillant le volume des transactions et des frais, leur répartition entre transactions frais inclus et frais exclus, leur lien avec les commissions en nature.

Par ailleurs, le nouveau code de l'association professionnelle britannique (IMA) exige aussi la description des pratiques en matière de commissions partagées ("*commission recapture*") et de commissions en nature ("*soft commissions*").

## 2) Les modalités d'information de l'investisseur sur les frais de transaction

Une indication sur leur impact *a priori* comme *a posteriori* répond au souci légitime d'une information claire due au client.

### Rappel de principes dans la notice d'information

Les frais de transaction<sup>11</sup> et leur mode de comptabilisation sont très variés suivant le type de marché sur lequel intervient l'OPCVM : une éventuelle information les concernant doit donc être

<sup>11</sup> Le règlement 96-03 de la COB appelle "commissions de mouvements" les frais de transaction.

adaptée et rapportée à la classe d'actifs concernée et au type de transaction. Par ailleurs, l'information exigée en matière de gestion collective est assez différente de celle prescrite dans la gestion privée sous mandat, voire pour la gestion institutionnelle.

En outre et par nature, les frais de transaction sont directement dépendants du taux de rotation du portefeuille. La transparence de ces frais passe donc par l'information sur le taux de rotation.

### **2.1 Il n'a pas été retenu de mettre à la disposition des clients les barèmes des frais de transaction.**

Si cette information est *a priori* utile, elle présente un certain nombre d'inconvénients : en effet, les modes tarifaires sont hétérogènes, les barèmes ne sont pas forcément stables dans le temps, les présentations ne sont pas uniformes et les négociations commerciales sont confidentielles.

Cette piste n'a donc pas été proposée, même si certaines sociétés de gestion le font à titre informatif, plus particulièrement dans le cadre de la gestion institutionnelle sous mandat ou d'OPCVM réservés.

### **2.2 La communication sur les prestations fournies par les entités du même groupe dans le cas de groupes multimétiers.**

Aux Etats-Unis, la SEC a entendu imposer des règles très précises dans le SAI (*Statement of Additional Information*), remis dans les trois jours suivant la souscription au mutual fund. Le SAI impose en effet la communication pour chaque fonds :

- du mode de réalisation des transactions ;
- du processus de sélection des *brokers* et des motifs autorisant le choix d'un *broker* plus disant ;
- des frais de *broker* sur 3 ans, avec explication des écarts significatifs, et de la répartition des commissions et des flux traités avec les *brokers* affiliés au fonds (et affiliés des affiliés) ainsi qu'une justification des écarts entre ces deux pourcentages ;
- des produits et services reçus en guise de *soft commissions* ainsi que l'usage fait de ces services.

Porter à la connaissance des porteurs dans le rapport annuel une information complète et exhaustive sur les frais de négociation de la société de gestion apparaît excessivement lourd, complexe et difficilement exploitable par l'investisseur. Le groupe a cependant souhaité que des progrès soient effectués quant à la transparence de ces opérations.

#### **Proposition N° 12 :**

**Le groupe de travail considère que des informations relatives aux frais de transaction supportés par l'OPCVM devraient être communiquées dans la partie B de la notice d'information et dans le rapport annuel :**

- le taux de rotation du portefeuille de l'OPCVM sur le dernier exercice ;
- le pourcentage de l'actif net moyen représenté par les frais de négociation identifiables (courtage) supportés par l'OPCVM au cours du dernier exercice ;

- la part des commissions et des flux traités au niveau de la société de gestion avec les courtiers liés par classes d'actif, éventuellement enrichie d'explications.

Il est en outre proposé que soit décrit le processus de sélection des intermédiaires dans le rapport annuel de l'OPCVM.

La description des relations avec les affiliés peut certes soulever des difficultés dans le cas de groupes complexes du fait des difficultés de définition du périmètre des entreprises liées. Toutefois, l'enjeu en termes de prévention des conflits d'intérêts et de transparence de la gestion est apparu suffisamment important pour justifier une telle communication.

Au demeurant, la plupart des gérants appartenant à de grands groupes financiers se sont d'ores et déjà engagés dans cette voie en banalisant leurs relations avec les courtiers affiliés.

Deux autres facteurs d'amélioration des pratiques pourraient conforter cette approche :

- les démarches d'évaluation externe des sociétés de gestion, notamment dans le cadre d'appels d'offres d'investisseurs institutionnels, peuvent contribuer à mettre en place des critères d'appréciation des procédures de sélection et de rémunération des intermédiaires ;
- le fait d'avoir dans les mêmes fonds des investisseurs institutionnels et des investisseurs particuliers (ce que favoriserait la création de catégories de parts) permettrait de faire bénéficier ces derniers de la surveillance normalement exercée par ceux-là.

### 2.3 La comptabilisation des frais de transaction en "frais exclus "

Le droit comptable actuel prévoit les deux possibilités (comptabilisation frais exclus et frais inclus). La comptabilisation frais exclus permet *a priori* d'avoir une vision simple, transparente, efficace et contrôlable. Elle semble facile à mettre en œuvre aujourd'hui mais se heurte à deux limites importantes :

- cette possibilité ne s'applique pas à tous les marchés : beaucoup de marchés d'instruments financiers (de taux, de dérivés) fonctionnent aujourd'hui en net et ne permettent donc pas d'apprécier de façon directe la rémunération de l'intermédiaire ainsi que de l'impact de marché ;
- cette possibilité peut en second lieu être soumise à l'évolution de la norme comptable, la norme IAS prévoyant une comptabilisation systématique des instruments financiers en net. Il est vrai que l'obligation de passer aux normes IAS en 2005 dans l'Union Européenne ne s'appliquera qu'aux comptes consolidés des sociétés cotées. Pour les OPCVM, cette disposition n'a pas lieu de s'appliquer<sup>12</sup> mais il y a clairement une forte probabilité pour qu'à terme, ces normes comptables concernent aussi les OPCVM.

<sup>12</sup> sauf cas particuliers tels que des OPCVM dédiés à des sociétés elles-mêmes soumises aux normes IAS.

Deux pistes ont été avancées :

- établir un suivi extra-comptable des frais d'intermédiation implicitement supportés dans les prix frais inclus ;
- la mise en place d'une méthode d'estimation des frais par la société de gestion ou par une convention avec les intermédiaires sur la mesure des écarts de cours.

Il semble toutefois plus aisé de mettre en place une charte de "*best execution*". Aux Etats-Unis, la SEC impose par exemple dans le cas d'une transaction liée de pouvoir prouver qu'il y a eu recherche du meilleur prix sous contrainte de la meilleure qualité de prestation.

#### **Proposition N° 13 :**

**Le groupe propose d'insérer dans le rapport de gestion une explication sur les conditions dans lesquelles a été mise en œuvre la recherche de la meilleure exécution. Cette démarche pourrait faire référence à la charte en préparation au sein de l'association professionnelle AFG-ASFFI.**

S'agissant des comptabilisations "frais exclus" le groupe souhaite que les spécificités de la gestion soient prises en compte dans le cadre des travaux sur la normalisation comptable.

#### **2.4 La mention du taux de rotation ("*turn-over*") du portefeuille**

Il a été par exemple noté que la SEC impose que le prospectus soit remis aux prospects avec la mention du "*turn-over*" par année ou les 5 dernières années selon une grille de calcul prédéterminée. Par ailleurs, le document ("SAI") qui doit leur être remis dans les trois jours ouvrés sur simple demande, comporte des mentions obligatoires sur toute variation significative du taux de rotation du portefeuille.

Au demeurant, l'amélioration de la lisibilité des pratiques, notamment en matière de rotation des portefeuilles est une préoccupation de la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement ("FEFSI") dans son groupe "*market integrity*".

#### **Proposition N° 14 :**

**Le groupe propose d'insérer dans le rapport de gestion et dans la partie B de la notice l'indication du taux de rotation annualisé du portefeuille du dernier exercice. La Commission des opérations de bourse devra préciser la définition du taux de rotation du portefeuille retenue, ainsi que son mode de calcul (par exemple pour neutraliser l'impact des souscriptions et rachats).**

Dans le cadre des travaux sur la transposition de la directive et de l'adoption par tous les Etats membres d'un prospectus simplifié, le groupe recommande que soient proposées des modifications substantielles du type d'information à porter à la connaissance des souscripteurs pour intégrer systématiquement le taux de rotation constaté.

### 3) Les rétrocessions de commissions de mouvement

#### 3.1 L'état des lieux

Les rétrocessions des commissions de mouvement, qui sont répandues dans le domaine de la gestion privée sous mandat, sont également pratiquées par un certain nombre de grandes sociétés de gestion collective.

La rétrocession est admise par l'article 6 du règlement n° 96-03 de la Commission des opérations de bourse relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour compte de tiers qui dispose : "*La rémunération du prestataire peut comprendre une quote-part de la commission de mouvement. Celle-ci désigne la commission facturée à l'occasion d'une opération portant sur un instrument financier, à la clientèle sous mandat ou à l'OPCVM. Elle se décompose entre des frais de courtage et une commission partagée*".

Ces dispositions ont été introduites suite au groupe de travail de la Commission des opérations de bourse en 1995-96 qui avait conclu à la nécessaire interdiction des rétrocessions sur courtage<sup>13</sup>. Elles ont été obtenues en contrepartie par les professionnels, afin de concilier l'obligation pour la société de gestion de choisir son courtier en fonction de son rapport qualité prix dans l'intérêt du client, et la possibilité pour celle-ci de prélever une marge sur la prestation ainsi faite. Elles correspondaient par ailleurs à des pratiques anciennes dans des professions telles que les remisiers qui avaient conservé un poids marginal.

En outre, l'article 22 du règlement de la Commission des opérations de bourse n° 96-03 prescrit que "*la clé de répartition de la commission de mouvements entre les différents opérateurs, définie à l'article 6, doit être portée à la connaissance :*

- *de la clientèle sous mandat par une information dans le compte rendu de gestion annuel ;*
- *des porteurs de parts ou d'actions d'OPCVM pour une information dans le rapport annuel de l'OPCVM.*

*Ces informations sont exigées à compter du premier exercice clos après le 1<sup>er</sup> janvier 1998. La clé de répartition, établie en pourcentage, doit être calculée au niveau de l'ensemble des actifs (OPCVM compris) gérés par chaque prestataire."*

Ainsi a été obtenue une certaine transparence *a posteriori* pour les clients qui consultent les rapports annuels.

Economiquement, les commissions partagées sont aujourd'hui un enjeu globalement limité pour l'industrie de la gestion puisqu'elles représentent en cumulé moins de 5 % des produits d'exploitation des sociétés de gestion et que la majorité des sociétés de gestion n'en perçoivent pas (parmi les 16 sociétés de gestion les plus importantes par la taille de leurs encours, seules 6 sont concernées par ce mécanisme de rémunération).

<sup>13</sup> *Les rétrocessions sur courtage étaient justement critiquées. Elles incitaient la société de gestion à choisir le prestataire en charge de la négociation des ordres, non pas en fonction du meilleur service rendu au meilleur coût pour le client, mais en fonction de l'importance des rétrocessions que celui-ci lui reverserait en toute opacité. D'autre part, elles créaient un intéressement à faire tourner le portefeuille sans que cela corresponde aux objectifs de la gestion puisque la société y avait un intérêt matériel direct.*

Toutefois, certaines sociétés restent aujourd'hui fortement dépendantes de ce mode de rémunération, qui dans certains cas (notamment en gestion de fortune exercée sous mandat) peut prendre un poids dominant<sup>14</sup>.

### **3.2 Les justifications données à ce mécanisme**

La filialisation des sociétés de gestion en France a favorisé le passage de la majorité des ordres à des intermédiaires indépendants et la recherche du meilleur couple service rendu et coût pour les OPCVM. Ce mouvement a été poursuivi par l'évolution interne des sociétés de gestion visant à privilégier le regroupement des ordres.

Ainsi, la qualité de l'exécution est un service essentiel rendu par le gestionnaire pour compte de tiers. Ce service a toutefois entraîné des coûts supplémentaires, dans l'organisation de tables de négociation ou dans les procédures sécurisées de passation des ordres. Certaines sociétés de gestion ont utilisé les dispositions adoptées en 1997 pour couvrir ces coûts.

Les arguments en faveur du maintien de ce dispositif sont les suivants :

- les dispositions de l'article 6 du règlement de la Commission des opérations de bourse combinées avec celles du premier alinéa de l'article 16 du règlement n° 96-03 fournissent une base suffisante pour sanctionner le cas échéant une rotation excessive du portefeuille motivée par la recherche d'une rémunération accrue de la société de gestion de portefeuille ;
- il faut couvrir le coût important que nécessitent l'établissement et le fonctionnement de tables de passage d'ordres internalisées à la recherche de la meilleure exécution (activité de passation et de vérification des ordres) ;
- la société de gestion est jugée par ses clients sur sa performance, et des frais excessifs prélevés en commission de mouvement iraient à l'encontre de son intérêt à terme ;
- la commission de mouvement est moins sollicitée que les frais de gestion pour des rétrocessions aux réseaux de distribution. Elle favorise ainsi la préservation d'une part du revenu de la société de gestion.

### **3.3 Les difficultés soulevées par la commission partagée**

Le groupe a pleinement pris en considération les arguments ainsi présentés. Il a souhaité les compléter par un certain nombre d'observations.

*14 Ce qui pose en outre un problème direct au regard de l'exigence légale selon laquelle une société de gestion doit exercer à titre principal une activité de gestion, et non une activité de négociation à laquelle semble plutôt correspondre cette commission de mouvement.*



- En premier lieu, il est aujourd'hui possible qu'une partie des commissions de mouvement puisse être rétrocédée à la distribution alors que les prestations de celle-ci ne présentent aucun lien avec les actes de gestion financière quotidienne. Cela nuit à l'indépendance du gestionnaire qui peut subir une pression de l'apporteur, notamment en cas de contre-performance de l'OPCVM, et le met en situation de conflit d'intérêt particulièrement si les taux de rotation et frais de transaction ne sont ni encadrés ni communiqués.

**Proposition N° 15 :**

**Dans un premier temps, le groupe propose d'interdire la rétrocession directe ou indirecte de tout ou partie des commissions de mouvement aux commercialisateurs (apporteurs, promoteurs ou distributeurs).**

- En second lieu se pose la question de la compatibilité d'un tel mécanisme avec les principes de la gestion pour compte de tiers :
  - le total des frais sur encours a vocation à couvrir les différentes charges de la société de gestion. Le recours de certaines sociétés à ces pratiques favorise un système opaque au détriment des systèmes de rémunération non fondés sur des rétrocessions ;
  - les données chiffrées en matière de comparaison des frais fondées sur la notion de "*total expense ratio*" ne prennent pas en compte l'impact de ce mécanisme ;
  - le fait qu'il soit explicitement admis qu'une marge puisse être prélevée par le gestionnaire sur les frais de négociation revient à rendre possible une incitation économique objective à faire tourner le portefeuille et met la société de gestion en situation d'arbitrer entre son propre intérêt et celui de ses clients. Un tel mécanisme d'intéressement de la société au taux de rotation du portefeuille peut ainsi encourager certaines dérives, même si celles-ci demeurent exceptionnelles et sont directement contraires à la bonne application des règles déontologiques ;
  - l'obligation d'information prévue dans le rapport annuel, en termes de clé de répartition de la commission de mouvement, apparaît d'une part très imparfaite dans son principe et d'autre part mal mise en œuvre effectivement. Même si certaines sociétés de gestion publient une information exhaustive, les commissaires aux comptes ne peuvent auditer cette clef de répartition. De plus, le rapport annuel n'a aujourd'hui qu'une diffusion restreinte auprès des souscripteurs ;
  - le maintien de cette possibilité peut inciter des sociétés de gestion à négocier des commissions de mouvements versées aux dépositaires artificiellement élevées afin de dégager le montant de leur rémunération ;

- enfin, dans certains cas limites, certaines sociétés ont eu recours aux rétrocessions de commissions de mouvement dans une mesure telle que la part de leurs revenus issue de l'activité de gestion proprement dite, nécessairement perçue sur les frais de gestion, est devenue minoritaire et les met ainsi en situation de ne plus être en conformité avec la définition même d'une société de gestion de portefeuille, dont l'activité principale doit être par définition la gestion.

Ces différents arguments ont paru suffisants au groupe pour qu'il recommande l'examen et l'amélioration du règlement de la Commission des opérations de bourse n° 96-03 tout en prenant en compte le fait que nombre de sociétés de gestion sont aujourd'hui étroitement dépendantes au plan économique de telles rétrocessions. Dans le même temps, il est apparu indispensable que la situation actuelle en termes d'information de l'investisseur soit améliorée.

#### **Proposition N° 16 :**

**Le groupe propose que figure dans la partie A de la notice si une commission partagée est perçue ou non.**

#### **Proposition N° 17 :**

**Dans le rapport de gestion et la partie B de la notice d'information, le groupe de travail propose que l'indication sur le TFE effectif et le taux de rotation du dernier exercice clos soit complétée par celle du taux du produit réel de la commission sur les transactions partagée entre la société de gestion et le dépositaire, en pourcentage de l'actif net du fonds, ainsi que la clef de répartition entre eux.**

## **4) Les commissions en nature reçues des intermédiaires (" *soft commissions* ")**

### **4.1 La situation actuelle**

Ces commissions en nature, désignées au plan international par les termes de "*soft dollars*" ou "*soft commissions*", sont des prestations de service fournies ou payées par l'intermédiaire à la société de gestion qui lui confie l'exécution de ses ordres. Ces prestations en nature prennent notamment la forme de fourniture d'études et de recherches effectuées par les analystes de l'intermédiaire sur les émetteurs et les secteurs économiques, et de mise à disposition d'abonnements à des bases de données financières. Courantes depuis longtemps sur d'autres places, elles se sont développées en France notamment depuis l'interdiction des rétrocessions de courtage décidée en application des conclusions du groupe de travail de la Commission des opérations de bourse présidé par M. Chartier.

*Celui-ci avait ainsi conclu "qu'afin d'éviter que la suppression des rétrocessions de courtage n'entraîne un développement des "soft commissions" actuellement peu répandues en France, la Commission des opérations de bourse demandera aux associations professionnelles concernées de définir les règles déontologiques applicables en la matière à l'instar des normes prévalant sur les grandes places*

*internationales. En particulier, les "soft commissions" devront être en relation directe avec l'activité de gestion, ne pourront être attribuées à des gestionnaires personnes physiques et feront l'objet d'une information obligatoire de la clientèle. Une fois élaborées, ces dispositions déontologiques seront étendues par la Commission des opérations de bourse à la totalité des professionnels."*

Le règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion de portefeuille individualisée sous mandat intègre ainsi les dispositions suivantes :

*"Le gestionnaire doit s'interdire de recevoir des intermédiaires des rétrocessions de courtage en numéraire. Il peut bénéficier, dans le cadre d'un contrat avec un intermédiaire, de rétrocessions de courtage sous forme de "soft commissions" qui doivent présenter les caractéristiques suivantes :*

- correspondre à des moyens ou services qui ont pour but d'améliorer la qualité du service rendu au mandant. Elles doivent donc être en relation directe avec l'activité du gestionnaire ;*
- ne pas entraîner une augmentation des frais de courtage, perçus par les intermédiaires, qui doivent correspondre aux conditions de place ;*
- ne pas avoir de conséquence négative sur la qualité du service d'exécution des intermédiaires concernés. Un contrôle spécifique du gestionnaire est recommandé ;*
- ne pas être un élément déterminant du choix des intermédiaires, qui doit essentiellement tenir compte des critères définis dans la disposition précédente."*

A la lumière d'une étude sur un échantillon de rapports annuels, il apparaît que 20 % des établissements de l'échantillon déclarent bénéficier de ces commissions en nature. Cette pratique semble en fait aujourd'hui de plus en plus largement diffusée au sein de la gestion française et n'a plus le caractère marginal qu'elle avait en 1996.

## 4.2 Quelques exemples étrangers

Une réglementation des *"soft commissions"* existe dans un certain nombre de pays : Grande-Bretagne, Irlande, Etats Unis, Canada, Hong Kong. Elles sont très utilisées aux Etats Unis (30 % des commissions), et dans une moindre mesure en Angleterre.

### ■ La situation aux Etats-Unis

Les rétrocessions de courtage sont interdites par le règlement de la NASD (*National Association of Securities Dealers*), l'association professionnelle des intermédiaires de marché ("*brokers-dealers*"). Cette interdiction est reprise par la règle 353 du règlement du *New York Stock Exchange*.

Les *"soft commissions"* sont apparues avant 1975 comme mécanisme de restitution des frais de courtage car il donnait un moyen indirect de négociation de ces frais de courtage dans un cadre de commissions fixes.

Après l'abolition des commissions fixes en 1975, le Congrès a introduit dans le *Securities Exchange Act* de 1934 une section 28(e) disposant qu'une personne responsable d'opérations

d'investissement pour le compte d'un client n'est pas réputée avoir agi de façon illégale du seul fait d'avoir fait supporter au client une commission supérieure à la commission la plus faible de la profession dès lors que cette différence est justifiée par un meilleur service et une recherche de plus grande qualité.

Les gestionnaires peuvent ainsi utiliser une partie du montant des commissions supportées par leurs clients pour avoir accès à des services de courtage ou obtenir des travaux de recherches pouvant faciliter le processus de décision et servir les intérêts de la clientèle.

Ce système prête le flanc à trois critiques :

- le système des "*soft commissions*" entraîne une mauvaise évaluation des coûts de fonctionnement d'un fonds<sup>15</sup>, ce qui biaise les comparaisons entre fonds alors que ces coûts sont un critère de sélection important pour les investisseurs et que le coût effectif de la gestion est ainsi indirectement reporté sur celui de l'exécution ;
- la fourniture de services, contrepartie d'un volume minimal d'ordres peut inciter le gestionnaire à faire tourner de manière abusive les portefeuilles ;
- les gestionnaires peuvent perdre de vue les intérêts de leurs clients en choisissant un intermédiaire, non en fonction de meilleurs taux de courtage ou aptitude à exécuter les ordres, mais selon le volume de "*soft dollars*" consenti.

A l'inverse, ce système aurait favorisé le développement d'une recherche de meilleure qualité, et peut-être ainsi généré un bénéfice collectif et indirect pour les investisseurs.

La SEC a institué des règles contraignant les gestionnaires de fonds à informer leurs clients sur la nature et le coût des produits et services qu'ils obtiennent des intermédiaires en échange des commissions qu'ils leur versent et la manière dont ces services sont utilisés.

#### ■ La situation en Grande-Bretagne

Des normes ont été établies par les organismes d'autorégulation qui ont précédé la *Financial services authority* (l'IMRO et la S.F.A.).

Les rétrocessions ("*hard commissions*") au gestionnaire de fonds sont interdites : le principe de base qui sous-tend les relations commerciales entre le courtier et le gestionnaire de fonds est que celui-ci doit travailler dans l'intérêt exclusif de ses clients.

Les "*soft commissions*" sont autorisées mais encadrées : un gestionnaire de fonds peut en bénéficier de la part de son courtier aux termes d'un accord entre les deux parties ("*soft commissions agreement*") uniquement si les conditions suivantes sont remplies :

- les biens et services fournis par le courtier au gestionnaire doivent être en relation directe avec l'activité du gestionnaire. Sont en particulier interdits les frais de voyage, d'hôtellerie ou de spectacle, les frais de séminaires ou de publication ne concernant pas les services d'investissement, les cotisations aux associations professionnelles ;

<sup>15</sup> Il y a de fait un recoupement des services entre les intermédiaires et la société de gestion qui peut et doit développer en interne des moyens propres d'analyse et de recherche, d'acquisition de l'information.

- les prestataires sont tenus au principe de meilleure exécution des ordres possible ("*best execution*") : le courtier doit exécuter au mieux les ordres transmis par le gestionnaire et le gestionnaire doit s'assurer que les frais d'intermédiation prélevés par le courtier sont compétitifs ;
- la commission payée par le gestionnaire au courtier doit être supérieure à la valeur des biens et services fournis par le courtier et au coût d'intermédiation ;
- le gestionnaire doit informer sa clientèle de l'existence, de la nature des "*soft commissions*" ainsi que des sommes qu'elles représentent. Ces informations doivent être portées à la connaissance de la clientèle au moins une fois par an.

#### 4.3 Les orientations proposées

Une première orientation est d'apporter des améliorations au cadre actuel par une approche d'autorégulation et de développement des bonnes pratiques alignées sur les standards internationaux. Dans ce cadre, l'association professionnelle AFG-ASFFI envisage d'apporter une contribution en proposant de mettre en place au plan européen un cadre de "*best execution*" qui approfondirait les principes déjà intégrés dans le cadre déontologique, notamment pour préciser la liste des services et produits perçus en guise de "*soft commissions*".

##### Proposition N°18 :

**Le groupe propose que soient complétées, en les précisant, les dispositions d'ores et déjà présentes dans les codes de déontologie de l'AFG-ASFFI de 1997 afin notamment d'approfondir le principe de "*best execution*". A cette occasion, la liste précise des biens et services pouvant faire l'objet de commissions en nature devrait être arrêtée<sup>16</sup>.**

- Une seconde orientation porte l'accent sur une amélioration de l'information de l'investisseur, en s'inspirant de ce qu'un certain nombre de sociétés de gestion ont déjà mis en place dans ce domaine, aux plans qualitatif et quantitatif.

##### Proposition N° 19 :

**Le groupe de travail propose que les informations suivantes figurent dans le rapport de gestion de l'OPCVM :**

- **la description des règles sur lesquelles la société s'engage quant aux commissions en nature reçues des intermédiaires financiers. Ces règles concerneraient notamment : la nature des prestations que**

*16 A titre d'exemple : recherche et conseil, analyse économique politique et générale, analyse de portefeuille y compris valorisation et mesure de performance, analyse de marché, fourniture de données relatives à la cotation, logiciels et matériels informatiques liés aux services déjà mentionnés, services liés à l'exécution et à la livraison, publications liées aux investissements. A l'inverse, ces prestations ne peuvent inclure des services de voyages, de séjour, de loisir, de prise en charge de dépenses individuelles, ni contribuer à l'administration et au fonctionnement général de la société de gestion. Ils ne peuvent notamment couvrir le fonctionnement et l'équipement des services de la société de gestion et de ses bureaux, de ses cotisations et ses salaires. Ils sont bien entendu, exclusifs de tout paiement numéraire direct.*

la société a accepté de recevoir, les modalités selon lesquelles elles ont été reçues (le descriptif des accords régissant ces commissions en nature), l'évaluation systématique des commissions en nature reçues, la façon dont ces commissions sont utilisées et le traitement des risques de conflits d'intérêt avec le choix des intermédiaires ;

- le taux effectif représenté par les commissions en nature en proportion du total des produits d'exploitation de la société de gestion dès lors qu'un seuil minimum de 1 % du total des produits serait franchi.

## 5) Le concept de meilleure exécution ("*best execution*")

A titre d'exemple, la SEC américaine n'impose pas à la société de gestion ("*investment advisor*") de règles précises de *reporting* mais une obligation fiduciaire d'obtenir les meilleures conditions d'exécution en fonction des circonstances pour chaque ordre d'achat et de vente. Pour évaluer la meilleure exécution, la SEC ne se limite pas au coût de transaction et à la rapidité d'exécution mais suggère également de prendre en compte d'autres critères tels que la taille des ordres, les caractéristiques des valeurs négociées, le choix de la place de négociation.

Il est également demandé aux sociétés de gestion d'évaluer périodiquement la qualité d'exécution de leurs intermédiaires sur la base de données quantitatives et qualitatives (recherche, qualité d'exécution, participation aux introductions, accord de "*soft commissions*", capacité à intervenir dans des marchés peu liquides, capacité à agir comme contrepartie, etc.).

L'association internationale AIMR a récemment publié des lignes de conduite de référence qui précisent les principes applicables aux transactions dans la gestion pour compte de tiers ("*trade management guidelines*"). Le contexte est en effet favorable au développement des règles de conduite en matière de 'meilleure exécution' :

- la globalisation des marchés financiers et l'extension des horaires de cotation ;
- la multiplication des places de négociation (réforme en cours de la directive sur les services d'investissement et les évolutions probables de la règle de concentration des ordres, les ATS, l'internalisation des ordres) ;
- la croissance des volumes de négociation et de la rotation des portefeuilles ;
- le développement de la gestion indicielle pour laquelle la performance en termes de coût et de qualité de transaction est un enjeu central.

Le groupe de travail considère qu'il faut aussi au plan français approfondir les conditions de mise en œuvre des principes d'ores et déjà posés par le règlement et le code de déontologie. Dans cet esprit, l'association professionnelle a lancé des travaux en vue d'élaborer une charte sur la qualité d'exécution.

L'association professionnelle de la gestion française, l'AFG-ASFFI, a récemment mis en place un groupe de travail sur le thème de la meilleure exécution. Ce groupe de travail doit élaborer une charte de la "*best execution*", dans le même esprit que les "*trade management guidelines*" définies par l'AIMR. Ce travail sera effectué en liaison avec les travaux également menés au niveau européen dans le cadre d'un groupe de travail commun aux deux associations européennes FEFSI et EAMA qui vient d'être constitué.

### **Définition de la *best execution***

La "*best execution*" consiste à veiller à ce que les ordres soient exécutés au mieux des intérêts des investisseurs en fonction des circonstances de marché.

Les sociétés de gestion doivent avoir les moyens et être organisées de manière à obtenir la meilleure exécution possible des ordres et être capables d'en rendre compte.

### **Principes**

Pour définir leur politique de "*best execution*" les sociétés de gestion doivent adopter des principes de conduite notamment dans les domaines suivants :

#### **1- Processus formalisé de traitement des ordres**

- processus formalisé de passation des ordres depuis la décision de gestion jusqu'à l'exécution ;
- maîtrise du délai d'exécution des ordres. L'exécution d'un ordre peut être retardée dans la mesure où cette décision est prise dans l'intérêt du client (ex : ordres groupés afin d'obtenir une meilleure exécution) ;
- traçabilité du processus.

#### **2- Disposer de moyens suffisants**

- cohérence entre les flux et les moyens dédiés à la négociation ;
- accès à des outils d'information et d'analyse des marchés ;
- accès suffisamment large aux marchés ;
- les négociateurs intervenant sur un marché où l'information sur les offres et les demandes ne sont pas disponibles, doivent interroger plusieurs sources pour comparer les prix (au moins deux) .

#### **3- Processus de sélection et d'évaluation périodique des *brokers***

- processus formalisé de sélection des *brokers* - liste des *brokers* autorisés ;
- les *brokers* affiliés ne font pas l'objet d'un traitement de faveur ;
- processus d'évaluation périodique sur la base d'une approche multi-critères :
  - niveau des commissions ;
  - qualité de la recherche ;
  - capacité à minimiser l'impact marché (en recherchant ou en créant de la liquidité) ;
  - qualité des infrastructures ;
  - suivi des erreurs d'exécution ;

- rapidité d'exécution ;
- capacité à intervenir dans des situations spéciales (marchés très volatils, blocs, émissions, ...) ;
- qualité des règles déontologiques.

**4- Veiller à l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés ou porteurs de parts ou actions dans l'exécution et l'allocation des transactions**

- définition des règles d'affectation préalable des ordres groupés.

**5- Processus de mesure périodique de la qualité de l'exécution (coûts directs et impact marché)**

- revue des processus par le déontologue aux différentes étapes de l'exécution de la sélection des *brokers* à la mesure de performance.

### *III-B Les coûts associés à la commercialisation*

#### **1) La nature de la question**

La rémunération de la distribution comprend l'acte de vente mais aussi le conseil et l'expertise apportés dans la durée à l'investisseur. Elle se fait aujourd'hui en France :

- d'une part, de façon relativement explicite via la part des droits de souscription non acquise au fonds, et qui peut être négociée par le client ;
- d'autre part, par des rétrocessions sur frais de gestion versées par la société de gestion du fonds au distributeur. La part de cette dernière catégorie est souvent majoritaire : on peut estimer que, pour les fonds distribués à la clientèle de particuliers, cette part est couramment supérieure à 60 % des frais affichés dans la notice de l'OPCVM<sup>17</sup>.

Le poids des frais de la distribution dans le coût supporté par le client particulier de la gestion, l'opacité du système actuel, la nature profondément différente de la prestation entre la production et la distribution et les biais éventuels entraînés par les mécanismes de rétrocession posent la question d'une plus grande transparence. Celle-ci pourrait être envisagée en distinguant le coût de la production proprement dit de celui de la distribution. Des travaux du groupe de travail émergent les considérations suivantes :

**1.1** le client particulier de la gestion n'est pas en mesure de distinguer dans le coût qu'il a à supporter la part qui revient à la production proprement dite du fonds dont il achète les parts, et celle qui revient au réseau de distribution auquel il s'adresse, qui doit lui apporter information et conseil et qui éventuellement lui ouvre un compte titre :

*17 L'étude de Mc Kinsey présentée au chapitre 1D les évalue en moyenne à 69 % en France et à 60 % pour la moyenne des cinq pays considérés.*



- cette situation était cohérente avec un modèle initial où les produits de gestion collective étaient largement intégrés au sein des grands réseaux bancaires. Cette logique est de moins en moins respectée avec la maturation du secteur de gestion, aboutissant à distinguer fortement la prestation du distributeur de celle de l'opérateur du fonds et à distendre les liens initiaux entre un réseau de distribution et la société de gestion liée ;
- ce débat est en même temps lié au contexte du développement de la distribution externe (hors des réseaux liés aux sociétés de gestion) par l'intermédiaire des fonds de fonds, des supermarchés de fonds et des courtiers en ligne ;
- la transparence des conditions de rémunération sera un élément important du développement du métier de conseiller en gestion de patrimoine. Elle permet de réduire le conflit d'intérêt potentiel résultant du fait que le conseiller, chargé de veiller à la primauté des intérêts de ses clients, est rémunéré par la société de gestion ou le promoteur de l'OPCVM. Il est ainsi prévu dans le projet de loi sur la réforme du démarchage que "*les conseillers en investissement financier doivent communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles à la prise de décisions par leurs clients ainsi que celles concernant les modalités de leur rémunération, notamment la tarification de leurs prestations*" (projet de rédaction du 5° de l'article L. 541-4 du Code monétaire et financier).

## 1.2 Cette situation conduit à relativiser les arguments contre la transparence des frais de distribution :

- la thèse traditionnellement défendue est que ce qui est essentiel pour le client est de savoir ce qu'il va payer, sans pour autant qu'il soit utile d'entrer dans l'élaboration du coût de revient de l'acte de gestion. Celui-ci, tel qu'il serait perçu par le client, couvre à la fois la prestation de gestion proprement dite mais aussi la prestation de conseil ; ainsi la gestion pour compte de tiers constituerait une prestation complexe qui ne se résume pas à un prix mais aussi à un niveau de qualité constaté *a posteriori* ;
- une autre thèse est que la séparation des coûts entre gestion et distribution serait artificielle et ne rendrait pas compte du caractère très divers de l'organisation des activités liées à la gestion. On peut dans le même temps distinguer deux types de services : un service de production et de fonctionnement des fonds (qui inclut la comptabilité, la conservation et déposition, la gestion financière) et un service de distribution (y compris le conseil à l'investisseur). Ces deux activités peuvent être disjointes ou assurées au sein de la société de gestion ;
- une concurrence exclusivement centrée sur les frais de gestion et de distribution pourrait appauvrir le contenu du service. Le client final serait ainsi tenté de privilégier une souscription dans l'OPCVM le moins chargé qui n'a pas forcément la gestion la plus performante. Il semble que cet argument ne permette pas d'écarter la concurrence par les prix mais rappelle la nécessité pour les professionnels de mettre en évidence le rapport entre les coûts et les services rendus ;
- l'information à fournir, si on veut distinguer les différents coûts selon leur nature, peut s'avérer difficile à apporter : il faut donc réfléchir à un système d'affichage relativement simple sans s'engager dans le détail *ex-ante* des conditions tarifaires réservées à la commercialisation ;

- la transparence de la part donnée à la distribution pourrait poser des problèmes aux sociétés de gestion dans leur relation avec les distributeurs, dans la mesure où elle tendrait à uniformiser la rémunération de la distribution et à créer une pression pour l'alignement sur les conditions les plus favorables à la distribution. Cela ne s'est pourtant pas produit aux Etats-Unis, où la part de rémunération de la distribution par rapport à celle de la gestion est souvent moins importante qu'en France.

### 1.3 La réflexion menée en France doit enfin être éclairée par l'évolution des règles et des pratiques à l'étranger :

- au Royaume-Uni, l'autorité de régulation, la *Financial Services Authority*, a lancé une réflexion sur la réorganisation du système britannique de distribution. Le cadre économique est différent de celui constaté en France : la part de marché des conseillers financiers indépendants ("*Independent Financial Advisors*") est très importante dans la distribution des produits d'épargne (plus de 50 %), ces conseillers sont eux-mêmes régulés de façon ancienne alors que la mise en place d'un cadre réglementaire de cette activité est encore à l'état de projet en France. La consultation lancée par la FSA est toutefois intéressante : elle critique fortement l'opacité des systèmes de rétrocessions ("*commissions*") par rapport aux mécanismes de rémunération directe par l'investisseur ("*fees*") ; elle entend ouvrir la question de la séparation ("*unbundling*") des coûts de distribution de ceux de la production ;
- cette réflexion sur les règles de transparence applicables aux acteurs doit être complétée d'une approche au niveau des produits. Ainsi les Etats-Unis ont mis en place un système différencié de fonds supportant ou non les charges de distribution "*loaded funds*" et "*non loaded funds*", cf. ci-après) ;
- le groupe considère que ce débat doit être lié à celui des catégories de parts, qui ne sont pas autorisées en droit français (à l'exception des parts de capitalisation et de distribution) : en effet, les frais récurrents sont identiques pour tous les investisseurs d'un même fonds, quel que soit le circuit de distribution.

Or la création de catégories de parts permet cette différenciation, et éventuellement la création de parts sans frais de distribution au sein d'un même OPCVM. Dans le système français actuel, la seule négociation possible porte non pas sur le montant des frais mais sur celui des rétrocessions<sup>18</sup>. Par ailleurs, cette situation aboutit à segmenter les produits entre ceux comprenant dans les frais les coûts de distribution, réservés aux réseaux de distribution pour la clientèle de particuliers, et ceux réservés aux investisseurs institutionnels ;

*18 Une réponse partielle a été apportée par la création des fonds maîtres nourriciers qui permet, à partir d'une seule production de gestion au niveau du fonds maître de distribuer de façon différenciée et avec des frais modulés plusieurs fonds nourriciers. Toutefois, cette formule présente l'inconvénient d'une certaine lourdeur et n'a connu en quatre ans qu'un succès partiel (200 maîtres pour 40 Md euros). Le développement de ce produit passe plutôt par l'addition d'une certaine valeur ajoutée en termes de gestion au niveau du nourricier (utilisation de contrats à terme pour offrir par exemple une garantie) et ne peut se substituer à des classes de parts.*

- cette situation favorise la multiplication artificielle des fonds alors que la création de catégories de parts favoriserait une certaine rationalisation de l'offre et des économies d'échelle. Par ailleurs, le fait que d'autres pays de l'espace économique européen aient prévu différentes catégories de parts, conduit la France à accepter ces produits sur son territoire par le biais d'autorisations de commercialisation d'OPCVM coordonnés.

## 2) La réponse développée par la régulation américaine

Chaque "*mutual fund*" (l'équivalent de nos OPCVM) doit présenter un tableau récapitulatif en tête de prospectus de l'ensemble des frais et commissions. Il est divisé en deux parties : la première correspond aux frais payés directement par l'investisseur (droits d'entrée et de sortie), la seconde aux frais de fonctionnement et de distribution annuels payés par le fonds.

Le système américain se différencie peu sur les droits d'entrée et de sortie, et de façon plus sensible sur les frais annuels de fonctionnement et de distribution ("*annual fund operating expenses*") qui se répartissent en frais de gestion financière ("*management fees*"), en frais de distribution ("*distribution fees*"), et en autres frais ("*other expenses*").

Jusque dans les années 1980, la rémunération de la distribution prenait des formes similaires à celles pratiquées en France en recevant une grande partie ou la totalité des droits d'entrée et ou de sortie et une rétrocession ("*trailer fee*") d'une partie des frais de gestion financière. Comme en France, cette rétrocession n'était ni communiquée ni a fortiori identifiée distinctement dans les "*annual fund operating expenses*".

En 1980, la SEC a adopté une disposition ("*rule 12b-1*") encadrant l'utilisation directe ou indirecte d'un pourcentage des actifs des fonds pour financer leur distribution. Cette utilisation est soumise à des obligations d'information et à un plafonnement (1 % de l'encours moyen annuel. En principe les entités qui distribuent des parts de fonds doivent être agréées en tant que *brokers-dealers* et s'engagent à ne pas prélever de commissions prohibitives.

En 1988, la SEC a rendu obligatoire, par le tableau décrit plus haut, l'identification séparée des frais de gestion financière proprement dits ("*management fees*") d'une part, et des frais de distribution régis par la règle 12b-1 ("*distribution fees*") d'autre part.

En outre, tous les fonds ont le droit de facturer une "commission de prestation de service" au sein du 12b-1 pouvant aller jusqu'à 0,25 % des encours moyens afin de rémunérer des prestations de service administratives (tenue de compte des parts...).

Un fonds, dès lors qu'il prélève une partie de ses actifs, directement ou indirectement aux fins de rémunération de la distribution doit obéir à la règle 12 b-1. Dans ce cadre, les fonds peuvent rémunérer des intermédiaires liés ainsi que les sociétés de gestion. Ce cadre peut aussi être utilisé quand les commissions d'apporteurs d'affaires sont financées par des établissements financiers indépendants qui sont ensuite remboursés par le fonds.

L'idée sous-jacente en était que la décision d'investissement devait prendre en compte l'impact que peuvent avoir les frais de toute nature, et en particulier les frais de distribution, sur la performance d'un fonds et sur la motivation du distributeur : ainsi l'investisseur doit pouvoir choisir entre des

fonds plus ou moins chargés du fait de la distribution. Le mécanisme de rétrocession sur frais de gestion versée par la société de gestion en commission de placement auprès du réseau de distribution qui est mis en œuvre en Europe correspond aux anciens "trailer fees" que les fonds américains doivent désormais identifier séparément des frais de gestion financière dans la note d'information au travers du 12b-1.

L'intention du régulateur était ainsi d'introduire une transparence complète<sup>19</sup>. Il convient toutefois de noter que la SEC semble aujourd'hui s'interroger sur l'évolution et l'adaptation de la règle ainsi mise en place aux objectifs poursuivis.

### **3) La proposition du groupe pour une transparence des frais**

Le groupe recommande que la question de la transparence des frais de distribution soit abordée tout en prenant en compte des considérations suivantes :

- il y a un fort intérêt à maintenir un cadre pour les OPCVM de droit français directement comparables aux OPCVM proposés sous l'empire de la coordination, ceux-ci n'offrant aujourd'hui aucun élément de transparence sur les coûts de distribution ;
- une évolution sur ce point doit être préparée afin d'en apprécier l'impact sur l'économie actuelle de la distribution des OPCVM en France. Les changements en la matière doivent sans doute être progressifs et préparés pour être accompagnés par le régulateur, mis en œuvre par les professionnels et compris par les investisseurs ;
- en troisième lieu, le lien très fort qui doit être fait entre la perspective de réforme de la distribution des produits financiers, et des dispositions envisagées à l'occasion de la préparation du projet de loi sur le démarchage, et le traitement des conditions de sa rémunération. Celle-ci, comme le montre l'expérience anglaise, ressort autant de la régulation des acteurs que de la régulation des produits ;
- en quatrième lieu, la nécessité de traiter parallèlement la question de la création de catégories de parts au sein d'un même OPCVM et donc de la possibilité de moduler les frais de distribution par catégorie.

#### **Proposition N° 20 :**

**La transparence des coûts de distribution étant difficile à mettre en œuvre dans le contexte actuel, le groupe propose de laisser le choix aux sociétés de gestion d'y recourir ou non.**

**Un cadre d'information sur les coûts de distribution dans les OPCVM de droit français serait ouvert, pour les OPCVM optant pour la transparence. Les coûts de distribution seraient, pour ces OPCVM, distingués de ceux strictement liés à la gestion financière administrative et comptable de**

*19 Une réponse partielle a été apportée par la création des fonds maîtres nourriciers qui permet, à partir d'une seule production de gestion au niveau du fonds maître de distribuer de façon différenciée et avec des frais modulés plusieurs fonds nourriciers. Toutefois, cette formule présente l'inconvénient d'une certaine lourdeur et n'a connu en quatre ans qu'un succès partiel (200 maîtres pour 40 Md euros). Le développement de ce produit passe plutôt par l'addition d'une certaine valeur ajoutée en termes de gestion au niveau du nourricier (utilisation de contrats à terme pour offrir par exemple une garantie) et ne peut se substituer à des classes de parts.*

**l'OPCVM et les sociétés renonceraient, dans ce cadre, à mettre en oeuvre des mécanismes parallèles de rétrocession ou de commissions de placement sur ces derniers. Cette distinction serait affichée *a priori* dans la notice et *a posteriori* dans les documents périodiques et dans le rapport. Ainsi, le TFE serait décomposé en 'frais de fonctionnement' et en 'frais de distribution'.**

La réflexion doit être activement poursuivie par la préparation de la réforme de la distribution des produits financiers : ce sujet, comme le montre l'exemple anglais, ne peut être traité dans une approche uniquement centrée sur le produit mais doit intégrer une régulation sur les opérateurs. A cet égard, le projet de loi présenté l'an passé sur le démarchage constitue certainement la base d'une telle réflexion. Celle-ci devrait être l'occasion de promouvoir la création de catégories de parts.

**Proposition N° 21 :**

**Le groupe s'est prononcé en faveur de la création de catégories de parts au sein des OPCVM de droit français. Cette création suppose une intervention du législateur et l'objectif devrait être de proposer un dispositif à l'occasion de la transposition en droit français des deux nouvelles directives OPCVM. Ces catégories devraient être fondées sur un critère objectif (par exemple la taille de la part) pour que le dispositif reste compris des investisseurs. Un certain nombre de problèmes techniques (articulation avec les fonds de fonds, avec les fonds maîtres-nourriciers, normalisation de l'information...) devraient être traités à cette occasion.**

## **IV - les offres de gestions " spécialisées "**

Le groupe de travail s'est penché sur la question des frais dans différents produits spécifiques, dans la mesure où :

- la place très importante prise depuis plusieurs années par les OPCVM d'OPCVM en France, qui va prendre une nouvelle ampleur en Europe suite à l'adoption de la nouvelle directive européenne, doit s'accompagner d'un effort particulier d'amélioration de l'information et du fonctionnement des produits ;
- la volonté d'ouvrir plus largement l'investissement dans le non coté a amené le législateur à développer des OPCVM spécifiques (FCPR, FCPI), y compris à destination des particuliers, tout en les assortissant de règles très spécifiques ;
- le législateur a entendu utiliser le cadre juridique de l'OPCVM, sous le contrôle de la COB, pour développer l'épargne salariale ;
- par ailleurs, le groupe de travail n'a pas entendu traiter le cas des OPCVM distribués sous forme de contrats d'assurance vie en unités de compte mais il en a noté l'importance croissante dans les produits d'épargne offerts aux particuliers.

## IV-A Les OPCVM d'OPCVM et la multigestion

Depuis qu'en 1998, la possibilité a été donnée à un OPCVM français d'investir jusqu'à la totalité de son actif dans d'autres OPCVM français ou bénéficiant de la procédure de reconnaissance mutuelle de la directive de 1985, ces fonds se sont rapidement développés.

Il faut souligner l'enjeu croissant des fonds de fonds et donc d'un fonctionnement sain et transparent de ceux-ci. Ils représentent d'ores et déjà une place importante au sein de la gestion française et sont appelés à connaître un nouveau développement dans le cadre de la nouvelle directive OPCVM qui reconnaît les fonds de fonds sous une forme un peu différente des règles françaises actuelles (notamment pour le ratio de division des risques).

Situation au 31 décembre 2001	FCP		SICAV		Total	
	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Encours	Répartition
<i>Encours en milliards d'euros</i>						
<b>OPCVM investis à moins de 5 % en parts</b>	3 339	308,9	980	282,6	591,5	73,9%
<b>OPCVM investis entre 5% et 50% en parts</b>	1 850	109,1	219	33,5	142,6	17,8%
<b>OPCVM investis à plus de 50% en parts</b>	1 152	57,5	63	8,6	66,1	8,3%
<b>Total</b>	6 341	475,5	1 262	324,7	800,2	100,0%

Cet outil a fait l'objet de nombreuses utilisations, avec des finalités variables allant du simple assemblage d'OPCVM maison à la multigestion.

La multigestion transpose le travail de sélection de valeurs mobilières qu'effectue le gérant dans la gestion traditionnelle (ou directe) aux organismes de placement collectif. Le champ d'investissement potentiel est plus large que pour les actions (l'ordre de grandeur du nombre de fonds d'investissement au plan mondial est de 45.000). La multigestion peut être mise en œuvre soit au travers de fonds de fonds, ce qui est le plus courant en France, soit au travers de fonds déléguant à des gérants tiers spécialisés ses différentes classes d'actifs.

Ce métier spécifique au sein de la gestion nécessite, pour justifier de sa valeur ajoutée :

- une identification des gérants spécialisés, reposant sur une analyse quantitative puis une approche qualitative (questionnaires, interviews, comité d'investissements) ;
- un travail de combinaison des gestions spécialisées au sein du portefeuille du fonds de fonds (par classe d'actifs, par segmentation géographique, sectorielle ou par style de gestion) ;
- une rémunération essentiellement acquise par les frais de gestion (et donc largement indépendante des rétrocessions de la part des sociétés de gestion des fonds cibles) ;
- des moyens de suivi des gérants des fonds retenus, de contrôle des risques ainsi que l'unification du suivi et du rapport de gestion fait à l'investisseur.

A coté de la multigestion, les autres utilisations des fonds de fonds sont nombreuses :

- un élargissement de la gamme proposée à sa clientèle par un gérant ;
- la création des fonds profilés ;
- une gestion souple et simple des liquidités par investissement dans un OPCVM monétaire ;
- l'addition d'un style de gestion complémentaire (par exemple pour les 'monétaires dynamiques') ;
- le reconditionnement de l'offre des OPCVM du groupe.

### **1) Le cumul des frais vis-à-vis de la réglementation française et de la nouvelle directive européenne**

Les fonds de fonds entraînent un cumul des frais de gestion et de souscription/rachat entre les frais directs et ceux supportés dans les fonds cibles.

C'est la raison pour laquelle les régulateurs se sont souvent montrés réticents vis-à-vis de la création de ce type d'outil et ont, au minimum, défini des règles spécifiques.

La réglementation française a cherché à éviter l'apparition de cascades de fonds, ce qui correspond au demeurant à la logique d'assemblage de stratégies pures en multigestion. Ainsi, les OPCVM cibles ne peuvent à leur tour investir au-delà de 10 % de leur actif dans d'autres OPCVM. Il a été parallèlement imposé d'indiquer les frais indirects dans la notice dès lors que l'OPCVM investit plus de 50 % de son actif dans d'autres OPCVM.

Toutefois cette réglementation de bon sens ne prend pas en compte deux développements :

- celui des OPCVM de gestion alternative indirecte investis dans des OPC cotés considérés comme des valeurs mobilières et non comme des OPCVM : à cet égard, la mise en œuvre des règles applicables aux OPCVM d'OPCVM devrait s'imposer (elle est déjà mise en œuvre dans la normalisation de l'information apportée à l'investisseur sur ce type de produits) ;
- les OPCVM indiciels cotés : il est cohérent de ne pas traiter les OPCVM cotés de façon différente des autres OPCVM.

Les prescriptions de l'instruction COB du 15 décembre 1998 se retrouvent largement dans la rédaction de la nouvelle directive qui dispose, à son article 24, qu'un OPCVM qui investit une part importante (plus de 50% dans la réglementation française) de ses actifs dans d'autres OPCVM doit indiquer dans son prospectus le niveau maximum des commissions de gestion qui peuvent être facturées à la fois à l'OPCVM lui-même et aux autres OPCVM dans lesquels il entend investir.

Ce texte prescrit en outre, lorsqu'un OPCVM investit dans les parts d'autres OPCVM qui sont gérés par la même société de gestion ou par toute autre société à laquelle la société de gestion est liée dans le cadre d'une communauté de gestion ou de contrôle ou par une importante participation directe ou indirecte, que la société de gestion du fonds de fonds comme la société de gestion du fonds cible ne puisse facturer de droits de souscription ou de remboursement lors de l'investissement du fonds de fonds.

Les différentes questions abordées pour améliorer l'information de l'investisseur sur le cumul des frais devront être largement traitées dans le cadre de la transposition de la nouvelle directive européenne.

La réflexion du groupe de travail le conduit à faire quatre propositions :

- Pour améliorer la lisibilité pour l'investisseur sur les frais encourus dans les fonds de fonds, l'information *a priori* doit se faire sur le cumul des frais sur la base de la conception extensive de la notion de frais de gestion (le total des frais sur encours, TFE).

#### **Proposition N° 22 :**

**Le groupe propose que le total des frais sur encours maximum soit indiqué dans la partie A de la notice en faisant le cumul des frais du fonds de fonds et des fonds cibles, et non de façon séparée comme actuellement. Les frais directs du fonds de fonds resteraient indiqués de façon distincte.**

Les frais de gestion variables soulèvent deux difficultés particulières : ils sont d'une part difficiles à retracer en cours d'exercice ; en second lieu, ils peuvent conduire au dépassement du plafond de frais indiqué *a priori*. Il est toutefois souhaitable de les intégrer dans le cumul des frais selon des modalités à préciser.

- Deux pratiques coexistent actuellement : soit l'indication du montant maximum de frais admissible au titre d'un seul OPCVM cible, soit l'indication du maximum des frais supportés en moyenne dans les OPCVM cibles. Cette seconde option est plus exigeante en terme de suivi mais semble mieux répondre à l'évolution de l'activité de la multigestion.

En effet, pour le suivi des commissions de gestion au cours de l'exercice, certains gérants sont capables d'indiquer le niveau de chargement réel supporté au sein des OPCVM cibles et pris en compte dans la valeur liquidative. Cette transparence exige un système d'information adéquat et l'engagement des gérants des OPCVM cibles sur cette transparence dans le cadre de la négociation préalable à la décision d'investissement<sup>20</sup>. En effet, les frais supportés dans l'OPCVM cible comprennent des frais proportionnels aisés à estimer (tels que la commission de gestion financière) mais aussi des frais en valeur absolue qui doivent être correctement provisionnés pour être pris en compte dans la valeur liquidative et suivis au niveau du fonds de fonds.

Compte tenu de la diversité des pratiques et du caractère forcément en partie forfaitaire du montant indiqué *a priori*, il est nécessaire de compléter cette information par le coût effectivement constaté.

#### **Proposition N° 23 :**

**Le groupe propose que soient communiqués dans le rapport annuel d'une part le montant de frais effectivement supporté au titre des fonds cibles, ou à défaut une évaluation par excès de celui-ci, et d'autre part le taux effectif rapporté à l'actif moyen de l'OPCVM durant le dernier exercice.**

<sup>20</sup> Certaines sociétés de multigestion demandent que les gérants des fonds cibles s'engagent à ne pas facturer au fonds de fonds des ajustements de frais en fin d'exercice.



Par ailleurs, le fait de n'indiquer le cumul des frais qu'en cas de dépassement du ratio de 50 % semble exagérément limitatif et a pu donner lieu dans certains cas à des abus. Dans la directive européenne, cette information doit d'ailleurs être apportée dès lors que l'OPCVM investit dans d'autres OPCVM une "part importante" et non majoritaire. Certains pays imposent même l'indication du total des frais y compris frais indirects dès le premier investissement de l'OPCVM dans d'autres OPCVM.

Pour la bonne lisibilité du dispositif par l'épargnant, il pourrait s'articuler autour de deux seuils<sup>21</sup>: 10 % (qui définit en droit français l'investissement à titre accessoire et qui est notamment utilisé pour le ratio des diverses valeurs mobilières normalement non éligibles à l'actif d'un OPCVM général) et 50 % qui définit les OPCVM majoritairement investis dans d'autres OPCVM, notamment dans le cadre d'une offre de multigestion ou de gestion profilée.

#### **Proposition N° 24 :**

**Le cumul du total des frais sur encours (TFE) du fonds de fonds, avec ceux des OPCVM sous jacents doit être indiqué dès lors que leur part représente plus de 10 % de l'actif du fonds de fonds.**

**L'information sur le fait pour l'OPCVM de pouvoir être investi à plus de 50 % dans d'autres OPCVM serait toutefois maintenue dans la notice.**

- En dernier lieu, les OPCVM peuvent investir dans des fonds ayant plusieurs catégories de parts, notamment des OPCVM d'autres pays européens<sup>22</sup> conformes à la directive.

Les fonds de fonds investissant dans des OPCVM ayant plusieurs catégories de parts ne peuvent le faire, à caractéristiques équivalentes et dans la mesure où les conditions de souscription le permettent, que dans les parts les moins chargées. Une pratique contraire ne serait en effet pas justifiable au regard des règles et principes de la gestion pour compte de tiers et notamment le principe de primauté de l'intérêt de l'investisseur, posé par le législateur à l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier.

Ce point deviendra plus sensible lors de la création de catégories de parts par le législateur français.

## **2) Le versement de rétrocessions à la société de gestion de l'OPCVM d'OPCVM**

Il s'agit d'un point central de la problématique générale des frais de gestion qui n'est donc pas spécifique à la multigestion mais qui prend, dans ce contexte, un relief particulier.

En effet, les fonds de fonds se sont développés en France (et probablement en Europe) en acceptant que les sociétés de gestion des fonds cibles versent aux sociétés de gestion des fonds de fonds des commissions d'apporteur d'affaires.

*21 En réalité, le taux de 10 % fait en partie double usage avec le taux de 5 % défini par la directive européenne.*

*22 Une grand nombre de pays acceptent d'ores et déjà l'existence de différentes classes de parts dans des fonds coordonnés : Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Irlande, Royaume-Uni...*

Cette pratique a trouvé son développement dans les raisons suivantes :

- les OPCVM cibles intègrent dans leur frais de gestion, comme la plupart des OPCVM français ouverts à tous souscripteurs, une fraction importante de rémunération de la distribution. Le principe de l'égalité des porteurs implique que les frais de gestion soient strictement les mêmes pour tous et ne soient donc ni adaptables ni négociables. Dans la pratique, quand l'OPCVM est acquis dans le portefeuille d'un autre OPCVM, cette part est donc généralement rétrocédée à la société de gestion du fonds de fonds ;
- c'est paradoxalement parce que cette rétrocession est versée non pas aux fonds investisseurs mais à leurs sociétés de gestion qu'elle n'est pas jugée contraire au principe de l'égalité des porteurs des fonds cibles ;
- ce procédé est encouragé par l'interdiction des catégories de parts qui permettraient de faire co-investir dans le même produit des investisseurs professionnels (institutionnels et OPCVM) payant des frais réduits car diminués des commissions de placement, et des investisseurs particuliers pour lesquels les frais de gestion incorporent ces commissions de placement ;
- dans le même temps, le placement de leurs OPCVM par les sociétés de gestion dans des portefeuilles de fonds de fonds relève d'une logique de distribution externe, voisine de celle pratiquée pour la distribution de contrats d'assurance vie en unités de compte. Enfin, dans la pratique, le reversement par la société de gestion de la quasi-totalité de ces rétrocessions à son propre réseau de distribution est assez répandu. Dans certains pays voisins comme l'Italie, il semblerait même que la rétrocession soit versée directement par les sociétés de gestion des fonds cibles au réseau distributeur.

Dans le même temps, les conditions actuelles de développement des fonds de fonds ne sont pas sans appeler certaines réserves de la part de plusieurs régulateurs européens. Il est notamment significatif que la *CONSOB* italienne ait consacré à l'automne dernier un rapport assez critique sur les conditions dans lesquelles les fonds de fonds fonctionnent (même si la situation entre les deux pays n'est pas en tous points strictement comparable).

Ces réserves portent principalement sur deux points : la transparence des frais (cf. ci-dessus) et surtout le mécanisme actuel de rétrocession :

- celui-ci apparaît en effet aujourd'hui opaque pour l'investisseur (l'information sur les conditions réelles de rémunération de la société de gestion du fonds de fonds par ces rétrocessions et leur ventilation par fonds cibles sont rarement données à l'investisseur) ;
- ce mécanisme est aussi considéré comme dangereux dans la mesure où il existe un risque de discordance entre l'intérêt de l'investisseur et l'intérêt immédiat de la société de gestion qui peut privilégier dans le choix des fonds cibles ceux qui génèrent les rétrocessions les plus élevées.

Plus généralement, en application de l'article 546 du Code civil et du principe fondamental de la gestion pour compte de tiers selon lequel la société de gestion agit pour le compte et dans l'intérêt exclusif du porteur, toute réduction obtenue dans le coût d'acquisition d'un actif devrait théoriquement profiter au fonds, sauf disposition contractuelle par laquelle celui-ci en abandonnerait tout ou partie à une personne déterminée ;

- par ailleurs, la nature même de ce type de rémunération souligne la nature variable de la prestation dans les fonds de fonds entre une véritable gestion (rémunérée préférentiellement par une commission de gestion) et un simple acte de distribution d'OPCVM (dont la rémunération est en fait logiquement la rétrocession de placement).

Il est donc légitime que soit recherché un cadre de régulation plus satisfaisant pour le fonctionnement des fonds de fonds.

La création des catégories de parts permettrait sans doute de réduire l'importance des difficultés soulevées par le mécanisme de rétrocession, sans toutefois le faire disparaître. De même, l'exigence légale selon laquelle une société de gestion doit exercer à titre principal l'activité de gestion interdit que sa rémunération provienne majoritairement de commissions de placement, ce qui permet sans doute d'éviter certaines situations abusives mais ne règle pas le problème soulevé. L'interdiction immédiate de ce mécanisme de rétrocession n'est toutefois pas apparu réaliste au groupe de travail eu égard aux conditions actuelles de fonctionnement des OPCVM français.

L'affectation directe de ces rétrocessions au fonds de fonds se heurte quant à elle à deux obstacles : d'une part, il n'est pas possible aujourd'hui de procéder à de telles rétrocessions directes qui seraient contraires au principe d'égalité des porteurs de parts des fonds cibles, d'autre part elle soulèverait des difficultés techniques substantielles.

Enfin, l'attention du groupe a été appelée sur la pratique de certaines sociétés consistant à faire venir en déduction des frais de gestion directs les éventuelles rétrocessions reçues des sociétés de gestion des OPCVM cibles. Cette pratique est saine et le groupe en recommande l'application.

Dès lors, le groupe de travail propose de travailler sur un double horizon : de façon immédiate à cadre légal constant et à terme, en modifiant ce cadre légal.

- Dans l'immédiat, il lui paraît nécessaire d'améliorer l'information des investisseurs sur les mécanismes de rétrocession dans les fonds de fonds, que ce soit *a priori* ou *a posteriori*.

#### **Proposition N° 25 :**

**Le groupe propose que la notice, en partie A, indique explicitement si le gérant perçoit de manière directe ou indirecte des rétrocessions de frais de gestion de la part des OPCVM dans lesquels les OPCVM qu'il gère investissent, ainsi que leur taux maximum rapporté à l'encours du fonds de fonds. Pour être exhaustive, cette information devrait aussi comprendre les rétrocessions éventuellement directement versées à des entreprises liées telles que le distributeur du fonds de fonds ou son dépositaire.**

**Dans le même esprit, le montant réel des rétrocessions de frais de gestion perçues par la société de gestion à ce titre devrait être indiqué dans le rapport de gestion et la partie B de la notice d'information sous forme d'un pourcentage de l'actif moyen de chaque OPCVM d'OPCVM.**

Par ailleurs, si les mécanismes de rétrocession dans le cadre actuel s'expliquent aussi par le caractère non modulable des frais de gestion sur encours, il n'en est, par définition, pas de même pour les commissions de souscription/rachat qui sont négociables pour la part non acquise au fonds (et par nature non rétrocedables pour la part acquise).

**Proposition N° 26 :**

**Le groupe propose que toute réduction obtenue sur la part négociable des souscriptions/rachat bénéficie exclusivement au fonds de fonds et en aucun cas à la société de gestion. Par ailleurs, conformément à la directive européenne, les commissions de souscription/rachat doivent être interdites dans le cas de fonds gérés par la même société de gestion ou par une société liée (au moins pour leur part négociable, la part acquise à l'OPCVM répondant à une autre logique).**

■ A terme et dans le cadre d'une intervention législative, une plus grande modularité des frais de gestion devrait être organisée afin de réduire les risques présentés par ce mécanisme de rétrocession :

**Proposition N° 27 :**

**Le groupe recommande qu'une modification du régime légal des OPCVM soit préparée afin d'une part d'ouvrir la possibilité de créer des catégories de parts pour les OPCVM de droit français et d'autre part d'autoriser la rétrocession des frais à l'organisme porteur de parts dans le seul cas des fonds de fonds.**

## *IV-B Les FCPR et FCPI*

Au-delà des caractéristiques communes du service apporté au client et des principes généraux de la gestion pour compte de tiers, il existe entre les opérations sur des marchés de valeurs cotées et les investissements dans des entreprises non cotées, des différences essentielles sur les conditions d'exercice du métier et donc de sa rémunération.

### **1) Un métier spécifique dans la gestion pour compte de tiers mais une clientèle en partie commune avec celle des OPCVM généraux**

#### **1.1 Un métier différent de la gestion de valeurs mobilières cotées**

L'intervention en haut de bilan et sa gestion se sont initialement développées en dehors de la gestion pour compte de tiers, que ce soit par le compte propre d'activités de banques d'investissement ou par le recours aux sociétés de capital-risque.

Le fonds commun de placement à risque (FCPR) est un véhicule de gestion collective qui emprunte sa forme juridique aux OPCVM. Certaines de ses caractéristiques (technicité, politique de gestion, diligences, horizon de placement...) sont marquées par la gestion traditionnelle en non-coté pour compte propre, qui recouvre plusieurs métiers spécifiques (capital développement, LBO, *venture*, capital amorçage...). Dans le même temps, le FCPR doit respecter les principes et les règles

de la gestion collective (transparence, principe de primauté de l'intérêt du porteur de part, ségrégation des fonctions et prévention des conflits d'intérêt, valorisation régulière de l'actif et transparence de l'information).

Quatre spécificités doivent être rappelées par rapport à la gestion pour compte de tiers en valeurs mobilières cotées :

- la première des missions de l'équipe de gestion porte sur la détection de cibles d'investissement non cotées. Cette mission et les diligences qu'elle nécessite n'ont guère de rapport avec l'activité de recherche et d'analyse en gestion classique sur actions ;
- les prises de participation effectives peuvent nécessiter des négociations complexes et recourir à des prestations annexes (montages juridiques et financiers, organisation des tours de table et des pactes d'actionnaires, problèmes de valorisation, expertise sur des brevets...). La montée en charge financière du FCPR se traduit fréquemment par l'appel des souscriptions par tranche. Alors que sur un marché de valeurs cotées, la transaction est quasi-immédiate, pour le non coté il faut engager une procédure souvent longue d'évaluation, de négociation et de documentation juridique qui peut durer des mois, engager des frais importants et ne pas aboutir ;
- la mission de l'équipe de gestion se poursuit par le suivi des investissements, ce qui peut impliquer la participation à la définition de la stratégie, voire la nomination des dirigeants. Dans le cas des entreprises petites ou en création, le coût du suivi ramené à l'encours géré peut être considérable. Cette mission de l'équipe de gestion ne s'achève qu'avec la sortie des lignes, ce qui nécessite une politique active en vue de préparer au mieux la dissolution du fonds ;
- le capital investissement se caractérise enfin par un horizon long avec des cycles d'activité liés à la phase d'investissement puis au suivi des participations sur une durée de cinq à dix ans. Ce travail nécessite des ressources stables qui, par rapport aux capitaux gérés, sont plus élevées que celles nécessaires pour la gestion d'actifs cotés. Il implique souvent un déphasage important dans le temps des charges et des performances, ainsi qu'une implication financière et personnelle des équipes de management.

Ces spécificités expliquent que le cadre des OPCVM ait dû être largement modifié pour s'adapter au capital investissement sur des points tels que la fréquence de calcul de la valeur liquidative, les règles de division des risques, la liquidité des parts et les possibilités d'entrée et de sortie du fonds.

## 1.2 L'essentiel des capitaux gérés provient d'investisseurs avertis et les règles et coûts de fonctionnement découlent d'une négociation contractuelle

Les frais de gestion pratiqués aujourd'hui résultent d'années d'expériences contractuelles entre des investisseurs qualifiés et des gestionnaires de plus en plus professionnels. Cette expérience a progressivement convergé vers des standards sous l'influence des pratiques internationales. Celles-ci varient selon la taille du fonds et le type de gestion, notamment pour assurer l'adéquation entre les frais de gestion facturés et les moyens nécessaires :

- pendant la période dite d'investissement, les frais de gestion se calculent en pourcentage de la masse totale des engagements de souscription d'un fonds et non pas sur les capitaux effectivement appelés ;
- ensuite, c'est-à-dire au bout de 4 à 6 ans, le pourcentage peut évoluer mais l'assiette se calcule en général par référence aux capitaux investis et non encore cédés, mesurés à leur prix de revient. Par ce mécanisme, les frais de gestion décroissent au fur et à mesure que le portefeuille lui-même décroît. Ce mécanisme s'applique surtout aux fonds à procédure allégée qui rendent l'argent aux investisseurs au fur et à mesure des désinvestissements et moins aux fonds destinés aux particuliers, qui de surcroît supportent une période fiscale de blocage de cinq ans ;
- le pourcentage de frais annuels varie entre 3 à 4 % pour les fonds destinés à une clientèle de particuliers qui financent des *start-up* (FCPI) et une fourchette de 1,5 à 2,5 % pour les fonds les plus importants : 2,5 % peut être considéré comme une moyenne ;
- dans le cas particulier des fonds de fonds, la prestation du gestionnaire n'est pas de choisir des entreprises non cotées, mais de choisir les meilleures équipes de gestion d'investissement dans le secteur non coté. Elle est rémunérée entre 0,5 et 1 % en moyenne. Néanmoins, certains fonds de fonds pratiquent, en parallèle, l'investissement direct et leurs frais de gestion peuvent être modulés selon la nature de leur investissement, en combinant un pourcentage de type "fonds de fonds" et un pourcentage de type "investissement direct".

## 1.3 Un élargissement de la cible de clientèle à des investisseurs non avertis et une réglementation revue en 1998

Pour encourager l'investissement dans les fonds propres des entreprises, le législateur a entendu élargir l'accès des épargnants aux fonds communs de placement en non coté, soit en supprimant certains obstacles réglementaires, soit même en créant des incitations fiscales, en particulier au bénéfice de l'investissement dans les entreprises innovantes. Cela explique pour partie la croissance de ces fonds qui étaient à la fin 2001 au nombre de 345, gérés par un grand nombre d'acteurs spécialisés (119 sociétés de gestion agréées mi 2002) pour un encours effectif de 8,56 Md€ :

<u>Au 31/12/2001</u>	Nombre	Encours	Part de l'encours
FCPI	74	1,34 M d'euros	16 %
FCPR agréés	80	2,30 M d'euros	27 %
FCPR allégés	191	4,93 M d'euros	58 %

Il faut ainsi noter depuis 1996 la création des FCPI avec une incitation fiscale en direction des particuliers, puis des contrats d'assurance vie dits DSK. Plus récemment les assouplissements de la réglementation en matière de fonds de fonds favorisent un accès plus ouvert et diversifié (multi-gérants et multi-stratégies) au capital investissement.

Le capital investissement était initialement une affaire de professionnels, investisseurs qualifiés d'un coté et gérants de l'autre, dont les règles ressortent essentiellement de la liberté contractuelle et de la volonté des parties. Il est en partie devenu au travers de cette diversification un produit plus proche des OPCVM classiques du point de vue du régulateur. Ceci implique pour les fonds destinés à une clientèle de particuliers un rôle plus important de la règle publique dans un souci de protection de l'investisseur, et une distribution largement intermédiée, notamment par les réseaux bancaires.

Dans le même temps, la décision de faciliter l'investissement des particuliers dans le capital investissement a créé une situation spécifique pour les frais de gestion sans que la diversité des sous-segments du métier et les règles de calcul des frais de gestion n'en soient supprimées :

- les contraintes de gestion sont plus lourdes et donc coûteuses du fait que le nombre d'investisseurs dans un même fonds est démultiplié : coûts de collecte, d'information, de transfert des fonds, gestion de la liquidité etc. ;
- la négociation des frais et autres caractéristiques du fonds entre les gestionnaires et les investisseurs n'est plus possible.

## 2) L'adaptation du cadre général des frais à la spécificité des FCPI et FCPR

La réglementation comporte trois types de dispositions :

■ L'article 1.5 de l'instruction du 6 juin 2000 relative aux FCPR agréés prévoit : "*conformément au plan comptable OPCVM, les frais de gestion comprennent l'ensemble des dépenses engagées par le FCPR pour son fonctionnement et les dotations aux amortissements ; sont notamment inclus dans les frais de gestion, la commission de la société de gestion, du dépositaire, des délégataires de la gestion financière et/ou comptable, les honoraires du commissaire aux comptes, les frais d'impression de documents d'information. Les frais d'audit et d'études relatifs à l'acquisition de titres et versés à des tiers sont comptabilisés selon les prescriptions du plan comptable relatif aux OPCVM et, le cas échéant, du CNC ; la société de gestion indique comment sont comptabilisés ces frais*".

La commission versée à la société de gestion au titre de la gestion du FCPR s'entend comme la rémunération prélevée sur les actifs du fonds, diminuée éventuellement du montant des honoraires<sup>23</sup> de conseil qu'elle perçoit de la part des sociétés dont le fonds détient des titres. La réduction correspond à la quote-part des honoraires calculée en fonction du montant investi par le FCPR dans la société.

■ L'article 14 du modèle de règlement (frais liés au fonctionnement<sup>24</sup> du FCPR) demande de préciser :

- soit le montant maximum des frais de fonctionnement, leur assiette de calcul et date de prélèvement, soit le montant maximum pour chacune des catégories de frais en précisant l'assiette de calcul et la date de prélèvement ;
- si le FCPR est investi à + 50% en d'autres OPCVM. Dans ce cas, indiquer qu'il investira dans des OPCVM dont les frais de gestion, les commissions de souscription et de rachat ne dépasseront pas un plafond fixé à ..... (global ou ventilé par catégorie de frais) ou qu'il ne dépassera pas un plafond maximum de frais indirects fixé à .....(global ou ventilé par catégorie de frais). Le cas échéant, préciser que les OPCVM gérés par la même société de gestion ne préleveront pas de frais de souscription et rachat ;
- si le fonds est un fonds nourricier, les frais maximum indirects (frais liés au fonctionnement du fonds, commissions de souscription et rachat) susceptibles d'être supportés par le fonds ;
- en cas de rémunération à la performance, l'indicateur de référence, le mode de calcul ainsi que la période de référence sont à indiquer (mécanisme de provisions et reprise sur provisions).

■ L'article 31 bis du Règlement n° 89-02 relatif aux OPCVM précise : *"Le montant net des honoraires perçus par la société de gestion à raison de prestations de conseils fournies à des sociétés dont un FCPR détient des titres conduit à une diminution, au prorata de la participation détenue, de la commission à laquelle cette société de gestion a droit au titre de la gestion de ce fonds"*.

**Cinq sujets ont fait l'objet d'une réflexion du groupe** pour préciser les principes et les règles applicables aux fonds visant la clientèle d'investisseurs non avertis : la détermination des frais sur engagement de souscription, les frais de transaction, les frais en matière de fonds de fonds, le partage de performance, les droits de souscriptions rachats.

## **2.1 - la détermination des frais sur engagement de souscription**

### ■ La notion de frais totaux

Cette notion, déjà largement admise pour les OPCVM "à vocation générale", n'est que partiellement mise en œuvre dans les FCPR. Au-delà des frais de gestion, les règlements des FCPR prévoient généralement : des frais de constitution, des frais de dépositaire et des honoraires pour

<sup>23</sup> Nets de TVA.

<sup>24</sup> Il s'agit des frais de gestion majorés le cas échéant des frais d'études et d'audit relatifs à l'acquisition des titres.



les commissaires aux comptes. Ils prévoient aussi des frais d'audit juridique, comptable, fiscal..., qui sont liés à la préparation des investissements et aux transactions.

D'ores et déjà, depuis les instructions COB du 6 juin 2000, les frais de gestion doivent inclure de façon claire la commission de la société de gestion, du dépositaire, des délégataires de la gestion financière et/ou comptable, les honoraires du commissaire aux comptes.

S'agissant des frais de constitution (exprimés généralement en montant) et des frais annexes (audit d'acquisition, audit comptable, audit fiscal, etc.), il est demandé, par ces instructions, de préciser dans les règlements des fonds un niveau maximum.

La description de ces différents frais à l'intérieur de différentes rubriques des règlements des fonds en rend la lecture et la compréhension difficiles pour le souscripteur final.

Le traitement des fonds ouverts à tous souscripteurs ne peut pas être le même que celui des fonds dédiés ou à procédure allégée pour lesquels l'investisseur averti est en mesure de négocier sur une base contractuelle le niveau de transparence et les mécanismes de frais avec le gérant. Pour les fonds ouverts à des épargnants particuliers, le régulateur et les professionnels doivent entreprendre de concert de leur rendre les frais supportés aisément accessibles et compréhensibles.

En outre, dans un certain nombre de cas, et par exemple pour des FCPI, ce type de produits associe à des perspectives de rendement élevées des frais importants. Ainsi, sur 49 FCPI agréés en 2000 et 2001, les frais maximum indiqués dans la notice s'élèvent à plus de 8 % la première année et à 22 % sur 5 ans (ce montant comprend les droits d'entrée mais pas les frais liés aux transactions, cf. 2.2).

L'investisseur particulier, notamment dans les FCPI, doit pouvoir clairement apprécier le niveau des frais encourus en distinguant ceux supportés dans le fonds et ceux payés directement par l'investisseur (les droits d'entrée et de sortie).

#### **Proposition N° 28 :**

**Le groupe propose de favoriser, dans les fonds destinés à la commercialisation auprès des particuliers et notamment des FCPI, une approche de frais totaux sur encours (du type TEE).**

**Cette information globale éclairera utilement les données détaillées figurant actuellement dans le règlement des fonds et dans le rapport de gestion.**

#### **■ Le calcul des frais sur l'engagement de souscription :**

Il est courant dans le capital investissement que l'assiette des frais de gestion soit non pas l'actif net du fonds, comme c'est le cas dans les OPCVM "à vocation générale", mais le montant des engagements de souscription, y compris les capitaux non encore libérés<sup>25</sup>.

Les investissements étant réalisés sur plusieurs exercices et les capitaux étant progressivement appelés auprès des investisseurs, il en résulte pendant les premiers mois de vie d'un fonds une

*25 Dans le règlement d'un FCPR cet effet a encore été amplifié par le fait que le prélèvement était effectué non pas au prorata temporis correspondant à la date effective de signature de l'engagement de souscription par le porteur final, mais dès le premier jour de la période de souscription, celle-ci pouvant être étalée sur plusieurs mois.*

charge importante si elle est rapportée aux capitaux effectivement appelés et donc à l'encours du fonds. Toutefois, pour les fonds destinés à une clientèle de particuliers, la pratique est l'appel intégral des fonds à l'origine et donc une coïncidence exacte entre l'engagement de souscription et l'encours géré.

Les frais ne tiennent pas compte des différences entre les actifs sous-jacents alors qu'une partie du fonds peut être investie en OPCVM monétaire en attente d'une prise de participation.

Le groupe de travail a considéré que les pratiques de calcul des frais sur engagements et de perception d'un minimum étaient largement déterminées par la nature même du travail de l'équipe de gestion et le profil particulier de ses charges dans le temps<sup>26</sup>. Il ne lui est donc pas apparu souhaitable de les remettre en cause ni de rechercher un alignement sur les OPCVM généraux (ce qui pourrait même avoir des effets pervers sur la conduite de la gestion).

Le groupe de travail a donc confirmé la possibilité de rémunérer le travail de l'équipe de gestion sur un fonds à partir des engagements et non du capital effectivement investi. La coexistence de cette situation et du lancement d'un nouveau fonds doit être traitée au plan déontologique.

#### **Proposition N° 29 :**

**Le groupe demande qu'un point soit fait sur la bonne application des règles déontologiques du capital investissement de façon à prévenir les conflits d'intérêt, notamment lors de la création de nouveaux fonds ou de nouvelles tranches par une même société de gestion avant que les fonds ou les tranches existantes correspondant à la même politique de gestion aient été suffisamment investis.**

#### **2.2 les frais de transaction**

Les frais de transaction ont une acception et une importance évidemment beaucoup plus large dans le capital investissement que dans les OPCVM généraux. Ces frais peuvent en effet au début de la vie du fonds atteindre des montants importants rapportés à l'actif géré qui s'ajoutent aux frais de gestion proprement dits.

La pratique consistant pour la société de gestion (ou une société liée) à facturer, au-delà des frais de gestion, des frais d'audit, de recherche et de montage soit au fonds soit à la société cible, et les difficultés soulevées (opacité et caractère contestable d'un prélèvement supplémentaire, risque de conflit d'intérêt), ont été traitées dans le cadre du code de déontologie de la profession.

*26 La différence avec les OPCVM généraux n'est vraiment sensible que dans les FCPR destinés aux investisseurs professionnels. En effet, les fonds ne sont appelés dans ce cas qu'au fur et à mesure de la réalisation effective des investissements. Pour les FCPI, les fonds sont immédiatement libérés et éventuellement placés en attente.*

**Le code de déontologie des sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement :**

Ce code prévoit des dispositions concernant les "prestations de conseil et de montage, ingénierie financière, stratégie industrielle, fusion et acquisition, et introduction en bourse, ci-après les prestations de service" :

*Dans tous ces cas, il est interdit aux salariés ou dirigeants de la société de gestion agissant pour leur propre compte, de réaliser des prestations de services rémunérées au profit d'un fonds ou des sociétés qu'il détient en portefeuille ou dont il projette l'acquisition.*

*Si pour réaliser des prestations de service significatives, lorsque le choix est de son ressort, l'intervenant souhaite faire appel à une personne physique, morale, une société ou autre liée à la société de gestion<sup>27</sup> au profit d'un fonds ou d'une société dans laquelle il détient une participation ou dont l'acquisition est projetée, son choix doit être décidé en toute autonomie, après mise en concurrence.*

*Si les prestations de service sont réalisées au profit du fonds par le gestionnaire, les frais relatifs à ces prestations facturés au fonds doivent être inclus dans le montant maximum des frais de gestion. Les facturations nettes relatives aux prestations réalisées par le gestionnaire auprès des sociétés dont le fonds est actionnaire doivent venir en diminution de la commission de gestion supportée par les porteurs au prorata de la participation en fonds propres et quasi-fonds propres détenue par le fonds.*

*Le rapport de gestion doit mentionner :*

- pour les services facturés au fonds : la nature de ces prestations et le montant global, par nature de prestations, et, s'il a été fait appel à une société liée, son identité et le montant global facturé ;
- pour les services facturés par la société de gestion aux sociétés dans lesquelles le fonds détient une participation ;
- la nature de ces prestations et le montant global, par nature de prestations ; et, lorsque le bénéficiaire est une société liée, dans la mesure où l'information peut être obtenue, l'identité du bénéficiaire et le montant global facturé.

*Par ailleurs, l'intervenant doit faire ses meilleurs efforts pour déterminer si l'établissement de crédit auquel il est lié est un banquier significatif de l'une ou l'autre des sociétés que le fonds détient en portefeuille, et pour l'indiquer, le cas échéant, dans le rapport annuel.*

De plus, les conditions d'une meilleure information sur les frais de recherche, d'audit et de montage devraient être recherchées.

Nombre de fonds aujourd'hui donnent une indication *a priori* d'un plafond des frais de recherche, d'audit et de montage. Cette information *a priori* est précieuse pour l'investisseur. Toutefois, le plafonnement peut poser des problèmes et ne se situe pas dans le cadre que le groupe a plus généralement cherché à promouvoir s'agissant des frais de transaction, qui porte sur une information plus précise *a posteriori*.

<sup>27</sup> Selon la définition du décret 89-623 du 6 septembre 1989, article 10-IV alinéa 4.

### **Proposition N° 30 :**

**Le groupe demande que le rapport de gestion précise le montant des frais de transaction annuels (couvrant de façon exhaustive les frais de recherche, d'audit et de montage).**

### **2.3 Les frais dans les FCPR de fonds**

Le développement des fonds de fonds est facilité par les modifications du cadre fiscal qui a élargi les cibles potentielles et simplifié le calcul du ratio d'éligibilité au titre du non coté.

La réglementation prévoit déjà d'indiquer les frais maximum supportés au titre des sous-jacents. L'attention des sociétés de gestion doit être appelée sur le fait que cette obligation est à la fois importante et sensible dans la mesure où les cibles pourront être, y compris pour des FCPR agréés, des véhicules faiblement ou pas régulés (dans le cadre du futur décret 89-623).

Par ailleurs, la pratique internationale en la matière a clairement exclu que la société de gestion du fonds de fonds puisse percevoir des rétrocessions de la part des sociétés de gestion des fonds cibles. Il semble d'autant plus justifié de reprendre en droit interne cette norme internationale.

### **Proposition N° 31 :**

**La perception de rétrocessions par la société de gestion d'un FCPR de fonds sur les frais supportés au titre des fonds sous-jacents doit être interdite.**

### **2.4 le partage de performance par des parts de plus values**

Le partage des plus values entre gestionnaire et investisseur joue un rôle important dans le capital investissement en favorisant la convergence d'intérêts entre les gestionnaires et les investisseurs et en contribuant à la pérennité et à la stabilité des équipes.

La création de parts donnant un accès direct aux plus values du fonds résulte de la loi de 1988, codifiée dans le Code monétaire et financier (alinéas 5 et 8 de l'article L 214-36). Le décret 89-623 (article 10-1) précise que *"lorsque la société de gestion d'un fonds ne bénéficiant pas d'une procédure allégée ou ses actionnaires ou ses dirigeants ou les personnes physiques ou morales chargées de la gestion de ce fonds détiennent des parts leur conférant des droits particuliers [...] ils ne peuvent en obtenir le rachat qu'à la liquidation du fonds ou après que les autres parts émises ont été rachetées ou amorties à concurrence du montant auquel ces autres parts ont été libérées. La fraction attribuée à la société de gestion [...] ne peut excéder 20 % du boni de liquidation."*

La pratique générale est ainsi de créer des parts de plus values (ou "*carried interest*") avec un partage de 80 % de la performance acquise au porteur et de 20 % à la société de gestion, aux gérants et au promoteur. Ce taux de 20 %, qui vient en réduction de la performance effective par rapport au TRI brut, correspond au plafond réglementaire comme à la pratique internationale.

Ce dispositif trouve sa légitimité dans l'intéressement de l'équipe de gestion parallèlement à la performance acquise aux porteurs. Il faut aussi souligner que si la rémunération variable des gestionnaires dans le secteur coté peut être pénalisée par une année de performance négative, à la

fin de chaque année, la base de performance est souvent "recalée". Dans le capital investissement il n'y a pas de recalage possible et, pour être partagée, la plus value doit être effectivement constatée en cumul sur la durée du fonds.

**L'examen de ce mécanisme conduit à ces trois observations :**

■ La complexité et la diversité des méthodes appliquées nuisent à la compréhension des investisseurs, d'autant plus qu'il n'y a pas de normalisation en matière de couverture des frais fixes avant partage de la performance. Ce point doit être amélioré notamment dans les notices d'information des FCPR agréés et des FCPI.

L'objectif de rendement affiché peut n'être qu'une simple priorité d'attribution et non un seuil de déclenchement du partage de performance. Parfois, le remboursement des parts du gestionnaire peut en outre intervenir avant la liquidation totale du fonds. Il y aurait intérêt au contraire à généraliser des bonnes pratiques qui tendent aujourd'hui à se développer consistant à ce que le produit des cessions soit intégralement versé aux investisseurs jusqu'à ce que ceux-ci aient récupéré tout le *cash* investi auquel s'ajoute une rémunération minimale (dite "*hurdle rate*"). Autrement dit, la part de la rémunération des gestionnaires fondée sur le partage des plus values n'est déclenchée dans ce cas qu'au-delà d'un seuil de performance minimale pour l'investisseur.

**Proposition N° 32 :**

**Pour les fonds commercialisés auprès d'une clientèle de particuliers, le groupe recommande que soit généralisées certaines bonnes pratiques : calcul du partage de performance après déduction de tous frais, utilisation le cas échéant d'un objectif de performance sous forme d'un taux de rendement minimum pour le déclenchement du partage de plus-value, harmonisation des pratiques concernant ce taux en cohérence avec le risque pris par l'investisseur et, à partir de ce taux, modalités équilibrées de versement aux bénéficiaires de parts de plus values.**

■ Le prix de souscription des parts de plus-values est fréquemment fixé conventionnellement à un niveau variable d'un fonds à l'autre et parfois très faible au regard du prix des parts destinées aux investisseurs. Cette situation est peu lisible pour ceux-ci et introduit une asymétrie entre eux et les bénéficiaires de ces parts de plus-values. En effet, les porteurs de parts ordinaires subissent un risque réel en capital alors que les porteurs de parts spécifiques n'ont, si le prix de celles-ci est très faible, aucun risque de perte substantiel. Il apparaît légitime que les gérants supportent un risque minimum au titre des parts de plus-values afin de rétablir une certaine symétrie au regard du traitement des autres porteurs.

Cette exigence tend à se diffuser. Le partage de plus-value ne paraît en effet légitime qu'à la condition d'un investissement financier réel des bénéficiaires, qui peuvent le perdre si la performance minimale n'est pas atteinte. Ce principe distingue ainsi, notamment au plan fiscal, le partage des plus-values dans le capital investissement des frais à la performance mis en œuvre dans la gestion d'actifs cotés.

Ce principe fait l'objet d'un accord général, notamment pour les fonds agréés. S'agissant des fonds réservés à des investisseurs avertis, le principe doit être celui de la liberté contractuelle. La façon dont on le met en œuvre peut être envisagée sous deux angles différents :

- la fixation d'une mise minimale pour les parts de plus-values avec la difficulté de fixer *a priori* ce niveau<sup>28</sup> et le caractère forcément arbitraire d'un seuil. Dans la pratique, le niveau de cette mise minimale est très variable<sup>29</sup>;
- une indication claire dans la notice des modalités des parts de plus-values (prix de souscription, nombre de parts et part des plus-values) qui permette à la COB lors de l'agrément puis à l'investisseur d'apprécier l'équilibre du partage de performance.

### Proposition N° 33 :

**Le groupe demande que l'information donnée dans la notice des fonds distribués à une clientèle de particuliers permette à l'investisseur de comprendre aisément le mécanisme des parts de plus-values et le risque pris par les bénéficiaires de ces parts<sup>30</sup>. Il recommande que cet engagement minimum et son équilibre fassent pour ces fonds l'objet d'un éclairage complémentaire dans le cadre du code de déontologie.**

#### ■ Le rôle des sponsors ou promoteurs n'est pas clair, ni communiqué aux investisseurs.

Le promoteur du fonds, souvent la maison mère de la société de gestion ou le distributeur, négocie l'attribution d'une part importante des parts de plus-values, parfois supérieure à la moitié. De ce fait, ces parts ne permettent plus directement l'intéressement de la société de gestion et de son équipe à la performance du fonds qui en est le fondement et la légitimité.

Le groupe de travail n'a toutefois pas entendu exclure cette pratique aujourd'hui courante : le promoteur bénéficiaire des parts de plus-values apporte souvent un investissement de départ important pour favoriser le démarrage du fonds et il est souhaitable que son rôle particulier puisse recevoir une rémunération adéquate. Il est donc souhaitable de traiter ce point par une meilleure information.

*28 L'instruction fiscale du 28 mars 2002 n'en a pas retenu pour la qualification du revenu de ces parts au regard du régime d'imposition. Elle a juste précisé : "les parts ou actions de carried interest sont attribuées en contrepartie d'un engagement financier personnel des membres de l'équipe de gestion dans le capital. Cet engagement financier peut être variable en fonction notamment de l'expérience de l'équipe de gestion. Exceptionnellement, cet engagement peut être supprimé, les parts ou actions étant alors attribuées gratuitement".*

*29 L'équilibre des parts C dépend de trois facteurs : le prix de souscription de ces parts, leur nombre et le quota de plus-values réservées (plafonné à 20 %). Pour illustrer cet équilibre, on peut prendre un exemple théorique où le prix de la part normale est de 100, celui des parts C de 10, le nombre de parts C est de 10 % de celui des parts normales et les part C ont 20 % des plus-values (ces paramètres ne constituent aucunement une référence ou une moyenne observée). Le rapport entre la part de plus-value réservée aux part C et la part dans le capital souscrit via ces parts est dans cet exemple de 20, ce qui signifie que pour 1 % du capital investi, les parts C donnent accès à 20 % des plus-values.*

*30 Il pourrait ainsi être demandé une information systématique telle que "les souscriptions au travers des parts C représenteront X % des souscriptions totales et bénéficieront de Y % des plus-values dès lors que le taux minimal de rendement de Z % sera réalisé".*

**Proposition N° 34 :**

Dans la notice des fonds devraient être précisés l'identité des investisseurs sponsors (définis comme les organismes bénéficiaires de parts de plus values autre que la société de gestion et l'équipe), leur rôle (investissement réalisé en parts ordinaires) ainsi que le pourcentage des parts de plus values qui leur a été affecté.

**2.5 les droits de souscription rachat**

Les difficultés suivantes sont apparues :

- le modèle de règlement de la COB sur les droits de sortie et leur affectation n'est pas toujours suivi ;
- les droits de sortie couvrent en fait deux logiques qui ne sont pas distinguées : l'une en termes de décote de liquidité du fait d'une sortie anticipée du fonds, qui doit être acquise au fonds et qui sert à rétablir l'équité entre les porteurs de parts, l'autre en termes de coûts de cession des actifs sous-jacents pour le gestionnaire ;

**Proposition N° 35 :**

Le groupe recommande de distinguer dans les commissions de rachat, la décote d'illiquidité acquise au fonds de la rémunération du travail spécifique effectivement réalisée par le gérant afin de dégager les fonds permettant de faire face au rachat anticipé de parts.

- il est parfois prévu que des commissions de mouvements soient automatiquement prélevées par la société de gestion en cas de cession de parts, ce qui n'apparaît pas justifié.

**Proposition N° 36 :**

Le groupe recommande que les règlements des fonds ne puissent prévoir le prélèvement de commissions de mouvements systématiques en cas de cession de parts, ces commissions devant être justifiées au cas par cas par les diligences effectives de la société de gestion pour favoriser cette cession (telles que la recherche d'une contrepartie).

## IV-C Les OPCVM d'épargne salariale

Au cours des cinq dernières années, l'actif des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) a connu un essor important, passant de 21,8 milliards d'euros en 1996 à 53,8 milliards d'euros au 31 décembre 2001, traduisant une montée en puissance d'une épargne collective en entreprise, issue principalement de la participation et de l'intéressement, fortement défiscalisée. Au 31 décembre 2001, la Commission recensait 3.499 FCPE souscrit par environ 5,3 millions de salariés.

Environ la moitié de l'encours est investi en titres de l'entreprise, l'autre moitié étant gérée de façon diversifiée.

La loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale a engagé une importante réforme visant différents objectifs et notamment mieux diffuser les systèmes d'épargne salariale auprès des salariés, particulièrement auprès des salariés des PME avec la création, par exemple, du plan d'épargne inter-entreprises (PEI) et aider les salariés qui le souhaitent à allonger l'horizon de placement de leur épargne par l'adoption du plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV) à dix ans.

Le Groupe note à cet égard l'accroissement des coûts et de la complexité occasionné par l'ajout de l'enveloppe juridique du FCPE dans le cadre de l'épargne salariale. Cette réglementation explique en partie que la France ait un nombre sensiblement plus élevé de fonds collectifs que les Etats-Unis. Dans ce pays, les salariés adhérents d'un plan d'épargne ("dit 401k") peuvent investir directement dans les OPCVM à caractère général<sup>31</sup>.

Ce régime particulier de l'épargne salariale n'a pas été modifié de façon importante par la loi de février 2001. Si cette enveloppe des FCPE se justifie pour les fonds d'actionnariat salariés (le FCPE est un OPCVM propre à chaque entreprise, investi dans les titres de celle-ci). Pour les fonds d'investissement diversifiés, on aurait pu imaginer d'associer directement au plan d'entreprise des OPCVM à caractère général sans prévoir spécifiquement l'étape du FCPE, ce qui aurait permis de réduire les coûts.

Ce point justifie aujourd'hui le fort développement des FCPE "multi-entreprises", mais qui peut poser des difficultés de fonctionnement du conseil de surveillance des fonds et de contrôle effectif par les partenaires sociaux d'une entreprise donnée sur ce type de fonds. Par ailleurs, il est aujourd'hui juridiquement possible d'utiliser des OPCVM dans le cadre de plans d'entreprise et certains prestataires font déjà une offre directe en ce sens.

Le régime des FCPE<sup>32</sup> est caractérisé en matière de frais par rapport aux OPCVM "à vocation générale" par le fait que les charges ne sont pas nécessairement payées par le fonds mais peuvent être prises en charge totalement ou partiellement par l'entreprise.

*31 Il n'y existe pas d'enveloppe juridique particulière et supplémentaire dans le cadre des plans d'épargne. Le contrôle des partenaires sociaux se situe au niveau du Plan lui-même et non à celui des options d'investissement, c'est-à-dire des fonds. Cela semble à la fois plus simple et plus approprié.*

*32 A coté du FCPE, la loi de 2001 a créé la possibilité d'utiliser la forme de la SICAV (SICAV d'actionnariat salarié ou "SICAVAS"). Celle-ci ne devrait toutefois prendre qu'un développement marginal. Elle est de toute façon réservée à l'épargne salariale investie en titres de l'entreprise.*



En effet, dans les FCPE, la charge des frais peut être répartie entre le fonds, et donc le porteur de parts, et son entreprise, dont le plan d'épargne référence le produit. L'entreprise peut ainsi s'engager à prendre en charge tout ou partie des frais, sachant que la tenue du registre des droits des salariés, à laquelle est souvent associée la tenue de compte des parts du FCPE, lui incombe obligatoirement du fait des dispositions du Code du travail. Cette situation est différente des OPCVM ordinaires pour lesquels l'ensemble des frais de gestion administrative, comptable et financière est supporté par l'OPCVM.

Plus généralement, on peut fréquemment constater l'existence de trois niveaux régissant l'épargne salariale : le niveau du plan d'épargne, régi par le droit du travail, celui du FCPE créé par une société de gestion souvent spécialisée, et fréquemment celui de la gestion effectivement conduite, notamment dans le cadre de délégations de gestion de la société de gestion d'épargne salariale à une société généraliste, ou encore via un investissement du FCPE dans des OPCVM généraux (qui représentent 20 % des encours et donc 40 % des investissements diversifiés).

Le plan d'épargne peut lui-même incorporer des dispositions relatives aux frais d'arbitrage entre fonds référencés dans un même plan d'épargne, notamment lorsqu'il s'agit d'un plan négocié au sein de l'entreprise.

## **1) L'affectation des frais à l'entreprise ou au FCPE**

Contrairement aux OPCVM "à vocation générale", et ce aussi bien pour les FCPE dits "individualisés" ou "individualisés de groupe" dédiés à une ou plusieurs entreprises que pour les FCPE "multi-entreprises" commercialisés auprès de plusieurs entreprises, les FCPE présentent la particularité de présenter des frais qui peuvent être indifféremment supportés par le fonds, et donc au final par les épargnants salariés, ou par l'entreprise pour laquelle le plan d'épargne a été mis en place.

Dans la notice d'information type<sup>33</sup>, cette possibilité d'affecter les frais à l'OPCVM ou à l'entreprise a été rappelée. Ainsi, les commissions de souscription, les commissions de rachat, les commissions d'arbitrage, les frais de gestion (eux-mêmes pouvant être subdivisés en frais de gestion administrative, comptable ou financière) peuvent être indifféremment affichés en pourcentage de l'actif net lorsqu'ils sont supportés par l'OPCVM ou "à la charge de l'entreprise" lorsqu'ils sont supportés par cette dernière.

Le groupe de travail a ainsi considéré que cette présentation permettait d'afficher une information précise pour le porteur et qu'il n'était pas nécessaire d'afficher les différents montants supportés par l'entreprise, ceux-ci faisant partie de la convention liant l'entreprise à la société de gestion et apparaissant donc comme un des éléments issus de la négociation commerciale dont les porteurs n'ont pas à avoir connaissance.

A l'inverse, le groupe de travail a rappelé la nécessité, pour les sociétés de gestion, d'afficher dans les documents d'information des OPCVM d'épargne salariale l'ensemble des frais susceptibles d'être supportés par les FCPE ou les SICAVAS.

*33 Annexe 4 de l'instruction du 20 décembre 2001 relative aux OPCVM d'épargne salariale.*

### **Proposition N° 37 :**

**Le groupe propose que la notion de total des frais sur encours (" TFE ") soit appliquée aux FCPE, notamment dans la notice<sup>34</sup>. La nature des frais pris en charge par l'entreprise serait parallèlement précisée.**

## **2) La question des frais d'arbitrage entre FCPE**

La notice type des OPCVM d'épargne salariale prévoit d'afficher les commissions relatives à l'arbitrage entre plusieurs FCPE au sein d'un même plan d'épargne. Dans le domaine de l'épargne salariale, et comme pour les autres types de frais, ces commissions peuvent être prises en charge soit par les porteurs, soit par l'entreprise.

Dans le cas d'un FCPE "individualisé" ou "individualisé de groupe", et lorsque ces commissions sont prises en charge par les porteurs, l'affichage de ces frais sur la notice du fonds n'engendre pas de difficulté.

Dans le cas d'un FCPE "multi-entreprises", chaque entreprise peut vouloir négocier un niveau de commission particulier pour ses salariés ; l'affichage d'un taux de commission uniforme dans la notice d'information n'est donc plus possible et est remplacé par l'expression "convention par entreprise" signifiant que le taux de ces commissions d'arbitrage est fixé dans chacun des plans d'épargne dans lesquels le fonds sera référencé.

Le groupe de travail a considéré que cette différenciation dans le traitement de l'information donnée aux salariés ne présentait pas de difficulté dans la mesure où les salariés peuvent obtenir aisément communication des plans d'épargne auprès des directions des ressources humaines de leurs entreprises.

Les modalités de ces arbitrages et le maintien de leur coût à un niveau raisonnable seront un enjeu sensible si la durée moyenne de détention des FCPE s'allonge. En effet, celle-ci est aujourd'hui courte (3,5 années constatée en moyenne) mais elle pourrait naturellement s'allonger avec le développement de l'épargne salariale et le PPESV.

## **3) La transparence des frais indirects**

Au 31 décembre 2001, près de 40 % de l'encours des FCPE non investis en titres de l'entreprise étaient investis en parts de FCP ou actions de SICAV. L'épargne salariale apparaît donc comme un des secteurs où l'utilisation des fonds de fonds est la plus développée.

A l'image de l'information donnée aux souscripteurs de parts ou d'actions d'OPCVM "à vocation générale", les sociétés de gestion sont incitées à afficher dans les notices d'information de ces FCPE, les frais indirects engendrés par la souscription par les FCPE de parts ou d'actions d'OPCVM "à vocation générale".

*34 l'instruction du 20 décembre 2001 prévoit que (article 3.5) : "les frais de gestion [sont] constitués de l'ensemble des dépenses liées au fonctionnement de l'OPCVM (honoraires du ou des commissaires(s) aux comptes, coût lié à la garantie, etc), tout OPCVM d'épargne salariale doit supporter des frais de gestion qui doivent faire l'objet d'une provision enregistrée à chaque valeur liquidative ". Il en va ainsi par exemple des honoraires des commissaires aux comptes lorsque ceux-ci ne sont pas facturés directement à l'entreprise.*

**Proposition N° 38 :**

**Le groupe retient le principe selon lequel les règles établies généralement pour les OPCVM d'OPCVM devraient s'appliquer aux FCPE investis en OPCVM (cf. chapitre IV-C).**

#### **4) Les frais relatifs à la tenue de compte conservation**

Dans les OPCVM à vocation générale, les parts sont conservées sur un compte titre et il n'est fréquemment pas prélevé de frais de garde à ce titre (le coût est fréquemment couvert par les accords de distribution et les rétrocessions de frais de gestion).

A cet égard, les OPCVM d'épargne salariale présentent trois différences : en premier lieu, ils ne sont pas détenus sur un compte titre ordinaire (ils ne sont notamment pas transférables), l'activité de tenue de compte est très généralement confondue avec la tenue du registre des droits des salariés qui intègre des aspects très divers (comme la gestion des périodes de blocage), et les frais correspondant sont négociés et pris en charge par l'entreprise collectivement pour l'ensemble de ses salariés.

Conformément aux dispositions de l'article L. 622-7 du Code monétaire et financier, la tenue de compte conservation doit être assurée par un établissement habilité à cet effet par le Conseil des marchés financiers. Cet établissement peut également, par délégation de l'entreprise, assurer la mission de teneur de registre consistant au suivi des sommes affectées au(x) plan(s) d'épargne.

Il apparaît qu'aujourd'hui les frais de tenue de compte et de registre à la charge de l'entreprise sont très modérément facturés par rapport à leur coût réel, ce qui pourrait faire craindre en compensation une facturation alourdie de la gestion au détriment de l'intérêt des porteurs.

Le groupe de travail ne considère pas qu'il y ait toutefois là de risque particulier : en premier lieu la pression concurrentielle sur ce marché s'applique à l'ensemble des frais, y compris ceux de gestion. En second lieu, l'identification claire des fonctions de tenue de compte à côté des fonctions de gestion devrait favoriser une meilleure lisibilité des coûts.

#### *IV-D Les contrats d'assurance-vie en unités de compte*

Une part considérable des OPCVM est aujourd'hui distribuée au travers de contrats d'assurance-vie en unités de compte (l'encours des OPCVM unités de compte est estimé à 122 Md€ par la Fédération Française des Sociétés d'Assurance quand l'encours des OPCVM ouverts à tous souscripteurs est voisin de 600 Md€).

La gestion pour compte de tiers comporte des traits spécifiques dans le cas de recours à des contrats d'assurance-vie :

- ces contrats ne sont pas soumis à la régulation de la Commission des opérations de bourse mais à celle de la Commission de contrôle des assurances. Les contrats d'assurance-vie ne sont pas uniquement un vecteur de distribution des OPCVM mais donnent un cadre

juridique et fiscal et ajoutent des services spécifiques (comme l'assurance décès ou la possibilité d'arbitrage) par rapport à la détention en direct de part d'OPCVM par l'épargnant ;

- l'information normalement donnée au détenteur en direct de parts d'OPCVM n'est pas donnée au souscripteur de contrats d'assurance-vie, quand bien même il est directement exposé aux risques et aux performances de l'OPCVM sous-jacent : l'accès à la notice et aux rapports périodiques, et donc à l'information sur les frais qu'il supporte réellement, n'est notamment pas systématiquement assuré ;
- la compagnie d'assurance-vie, directement ou via une société financière, perçoit au titre de sa fonction de distributeur des rétrocessions ou des commissions de placement de la part de la société de gestion de l'OPCVM sous-jacent.

Il conviendrait également de vérifier ici l'application du principe d'égalité des porteurs de parts (énoncé à l'article 4 du règlement COB n° 96-03 ), en vertu duquel tous les investisseurs, et donc juridiquement la société d'assurance vie, paient le même montant de frais de gestion.

Le groupe de travail a donc constaté qu'il y avait un sujet de préoccupation à la fois en termes de protection de l'investisseur et de fonctionnement des OPCVM, tout en notant qu'il échappait au moins en partie à sa compétence dans sa configuration actuelle. Il préconise donc que la réflexion soit poursuivie, dans un autre cadre, en liaison, avec la Commission de contrôle des assurances et les associations professionnelles concernées.

Le groupe de travail recommande qu'un contact formel soit pris à cet effet par la Commission des opérations de bourse avec la Commission de contrôle des assurances.

## Annexe 1

### *Liste des membres du groupe de travail sur les frais de gestion*

**Président :**

M. Philippe ADHEMAR,  
Membre du collège, conseiller-maître à la Cour des Comptes

**Membres :**

Mme Nathalie BOULLEFORT-FULCONIS,  
Responsable du développement institutionnel, BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

M. Pierre ESMEIN,  
Commissaire aux comptes, cabinet DELOITTE ET TOUCHE

M. Frédéric LAGIER,  
Directeur financier, C.A.N.C.A.V.A.

M. Jean-Louis LAURENS,  
Président du directoire, AXA IM PARIS

M. Alain LECLAIR,  
Président de l'AFG/ASFFI, président de PLACEMENT PRO

M. Philippe ODDO,  
Associé gérant, ODDO ASSET MANAGEMENT

M. Guillaume PRACHE,  
Directeur du planning et développement, VANGUARD EUROPE

M. Patrick RIVIERE,  
Directeur général, INVESCO FRANCE

M. Jean-Marc VALLAS,  
Directeur du développement, du marketing et de la communication, SOCIETE GENERALE  
ASSET MANAGEMENT

M. François de WITT,  
Rédacteur en chef, MIEUX VIVRE VOTRE ARGENT

## Annexe 2

### *Les propositions*

Les travaux du groupe l'ont conduit à présenter 38 propositions qui ont été considérées par tous ses membres comme de nature à améliorer l'information de l'investisseur, à faciliter ses choix et à renforcer sa protection.

Certains membres du groupe, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont toutefois souhaité que la mise en œuvre de deux de ces propositions (propositions N° 4 et 10) soit conditionnée à leur adoption au plan européen afin d'éviter des distorsions de concurrence.

### **L'information sur les frais de gestion**

#### ***Proposition N° 1 :***

Il est proposé de maintenir le principe de l'obligation de diffusion systématique des documents réglementaires d'information par les sociétés de gestion ou, sous leur responsabilité, par le distributeur.

La réforme du démarchage devra être l'occasion de préciser les obligations du distributeur afin d'aménager la répartition des responsabilités entre celui-ci et la société de gestion.

Sur option du souscripteur, la documentation réglementaire doit pouvoir lui être adressée sous forme électronique. Dans le cas contraire, les documents réglementaires d'information doivent être disponibles pour le porteur sur simple demande écrite dans un délai d'une semaine.

Pour les autres demandes, ces documents devraient pouvoir être disponibles au choix de la société de gestion soit sur sites internet, soit sous forme papier, soit encore éventuellement par messagerie électronique.

La mise à disposition systématique sur site internet des notices et rapports des fonds devrait être encouragée.

#### ***Proposition N° 2 :***

Il est pris acte que le principe d'une centralisation des principaux documents (notice, rapport annuel) sur le site de la Commission des opérations de bourse a été retenu. La mise à disposition de ces documents est envisagée dans le cadre de la rénovation de son site (à un horizon de la fin 2003), en concertation avec les professionnels et les investisseurs, notamment sur le contenu, les systèmes d'alimentation et la diffusion.

#### ***Proposition N° 3 :***

Il est proposé que la révision du contenu de la notice permette de distinguer :

- une information "statutaire", relative à la présentation, à la politique d'investissement, aux frais maximaux et aux modalités de fonctionnement de l'OPCVM ;
- une information de nature statistique basée sur des données constatées.

Ces deux types d'information pourraient constituer une partie A et une partie B, cette dernière

étant mise à jour annuellement après approbation des comptes de l'OPCVM au sein de la notice d'information qui deviendra le 'prospectus simplifié' établi par la nouvelle directive OPCVM.

***Proposition N° 4 :***

Mise à jour selon une périodicité annuelle après l'approbation des comptes, la partie B devrait comporter, dans le cadre de la mise en place du prospectus simplifié et de l'information sur les performances passées (cf. point 5 ci-dessous) :

- l'évolution de la performance comparée à celle du ou des indicateurs de référence. Il ne s'agit pas ici de promouvoir un style de gestion indiciel ou "benchmark", mais de donner une information pertinente permettant d'apprécier la performance réellement atteinte ;
- le montant des frais de gestion réels moyens du dernier exercice clos selon la notion de TFE, "total des frais sur encours" définie ci-dessous et le taux de rotation du portefeuille constaté au cours du dernier exercice comptable.

Cette partie B, faisant partie de la notice d'information, sera en outre intégrée dans les documents réglementaires.

Toutefois, certains membres du groupe de travail, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont souhaité que la mise en œuvre de cette proposition soit conditionnée à son adoption au plan européen.

***Proposition N° 5 :***

Le bulletin de souscription devra comporter une mention manuscrite du souscripteur indiquant que la notice lui a été effectivement remise et qu'il en a pris connaissance avant toute souscription. Le bulletin devra en outre préciser les modalités d'obtention du règlement ou des statuts, ainsi que les informations nécessaires à l'obtention de la dernière plaquette et du dernier rapport annuel.

***Proposition N° 6 :***

La dénomination de "frais de gestion" devrait être abandonnée au profit de celle de "total des frais sur encours" (TFE). Une information en annexe devrait préciser les postes que cette notion recouvre (gestion financière, administrative, comptable, conservation, distribution, ...), mais également qu'en sont exclus les frais de transaction.

La notion de TFE serait utilisée :

- tant dans la partie A de la notice d'information (TFE maximum mais sans prendre en compte une éventuelle commission de performance) ;
- que dans la partie B de celle-ci et le rapport annuel (TFE réel du dernier exercice connu). Ce TFE réel distinguerait éventuellement le TFE fixe et la commission de performance.

***Proposition N° 7 :***

Le TFE maximum affiché doit être présenté toutes taxes incluses. Ce taux devrait être présenté dans l'ensemble des documents d'information à destination du public.

***Proposition N° 8 :***

L'information devrait être complétée en donnant dans la partie B de la notice d'information et dans le rapport de gestion le taux de frais effectivement constaté. L'affichage du TFE réel doit distinguer les frais de gestion fixes et les frais de gestion variables sur la période considérée (ces derniers devront faire l'objet d'une identification du type "frais variables : X % ces frais variables n'étant pas pris en compte dans les frais maximum de la partie A de la notice).

Le calcul doit donc rapporter le montant sur la période des frais de gestion et de fonctionnement (fixes et variables) à l'actif net moyen pour la période considérée.

***Proposition N° 9 :***

La présentation des performances passées devrait être effectuée sur 1 an, 3 ans et sur la durée de placement recommandée, en net des frais de gestion mais sans tenir compte de l'impact des commissions de souscription et de rachat. Dans ce cas, la mention suivante devra figurer à la suite de cette présentation : "*Ces performances n'incluent pas l'impact des droits de souscription et de rachat.*"

***Proposition N° 10 :***

Il est proposé qu'il soit indiqué, outre que "*Les performances passées ne préjugent pas de la performance future*", l'explication littérale suivante : "*Sur la durée de placement recommandée de XX ans, pour un porteur acquittant les droits de souscription et de rachat aux taux maximum, la performance nette de commissions de souscription et de rachat aurait été de X% sur cette même période, correspondant à un taux actuariel de Y% sur un an*".

Cette information trouvera naturellement sa place dans le rapport annuel, la plaquette, ainsi que dans la partie B de la notice d'information.

Toutefois, certains membres du groupe de travail, occupant des fonctions au sein de sociétés de gestion, ont souhaité que la mise en œuvre de cette proposition soit conditionnée à son adoption au plan européen.

***Proposition N° 11 :***

La COB devrait définir dans un article au Bulletin mensuel, après concertation avec la profession, les principes selon lesquels des commissions de performance peuvent être mises en place dans les OPCVM agréés et préconiser un mode de calcul type cohérent avec ces principes et respectant au mieux l'équilibre entre les porteurs de parts.

L'information devant figurer dans la notice devrait être précisée.

## **Les frais de transaction**

***Proposition N° 12 :***

Des informations relatives aux frais de transaction supportés par l'OPCVM devraient être communiquées dans la partie B de la notice d'information et dans le rapport annuel :

- le taux de rotation du portefeuille de l'OPCVM sur le dernier exercice ;



- le pourcentage de l'actif net moyen représentés par les frais de négociation identifiables (courtage) supportés par l'OPCVM au cours du dernier exercice ;
- la part des commissions et des flux traités au niveau de la société de gestion avec les courtiers liés par classes d'actif, éventuellement enrichie d'explications ;

Il est en outre proposé que soit décrit le processus de sélection des intermédiaires dans le rapport annuel de l'OPCVM.

***Proposition N° 13 :***

Devrait être insérée dans le rapport de gestion une explication sur les conditions dans lesquelles a été mise en œuvre la recherche de la meilleure exécution. Cette démarche pourrait faire référence à la charte en préparation au sein de l'association professionnelle AFG-ASFFI.

***Proposition N° 14 :***

Il est proposé d'indiquer dans le rapport de gestion et dans la partie B de la notice le taux de rotation annualisé du portefeuille du dernier exercice. La Commission des opérations de bourse devra préciser la définition du taux de rotation du portefeuille retenue, ainsi que son mode de calcul (par exemple pour neutraliser l'impact des souscriptions et rachats).

***Proposition N° 15 :***

Dans un premier temps, la rétrocession directe ou indirecte de tout ou partie des commissions de mouvement aux commercialisateurs (apporteurs, promoteurs ou distributeurs) devrait être interdite.

***Proposition N° 16 :***

Il est proposé d'indiquer dans la partie A de la notice si une commission partagée est perçue ou non.

***Proposition N° 17 :***

Dans le rapport de gestion et la partie B de la notice d'information, l'indication sur le TFE effectif et le taux de rotation du dernier exercice clos devrait être complétée par celle du taux du produit réel de la commission sur les transactions partagée entre la société de gestion et le dépositaire, en pourcentage de l'actif net du fonds, ainsi que la clef de répartition entre eux.

***Proposition N°18 :***

Devraient être complétées, en les précisant, les dispositions d'ores et déjà présentes dans les codes de déontologie de l'AFG-ASFFI de 1997 afin notamment d'approfondir le principe de "best execution". A cette occasion, la liste précise des biens et services pouvant faire l'objet de commissions en nature devrait être arrêtée.

***Proposition N° 19 :***

Dans le rapport de gestion de l'OPCVM, les informations suivantes devraient figurer :

- la description des règles sur lesquelles la société s'engage quant aux commissions en nature reçues des intermédiaires financiers. Ces règles concerneraient notamment : la nature des prestations

que la société a accepté de recevoir, les modalités selon lesquelles elles ont été reçues (le descriptif des accords régissant ces commissions en nature), l'évaluation systématique des commissions en nature reçues, la façon dont ces commissions sont utilisées et le traitement des risques de conflits d'intérêt avec le choix des intermédiaires.

- le taux effectif représenté par les commissions en nature en proportion du total des produits d'exploitation de la société de gestion dès lors qu'un seuil minimum de 1 % du total des produits serait franchi.

## Les coûts de distribution

### *Proposition N° 20 :*

La transparence des coûts de distribution étant difficile à mettre en œuvre dans le contexte actuel, il est proposé de laisser le choix aux sociétés de gestion d'y recourir ou non.

Un cadre d'information sur les coûts de distribution dans les OPCVM de droit français serait ouvert, pour les OPCVM optant pour la transparence. Les coûts de distribution seraient, pour ces OPCVM, distingués de ceux strictement liés à la gestion financière administrative et comptable de l'OPCVM et les sociétés renonceraient, dans ce cadre, à mettre en œuvre des mécanismes parallèles de rétrocession ou de commissions de placement sur ces derniers. Cette distinction serait affichée *a priori* dans la notice et *a posteriori* dans les documents périodiques et dans le rapport. Ainsi, le TFE serait décomposé en 'frais de fonctionnement' et en "frais de distribution".

### *Proposition N° 21 :*

La création de catégories de parts au sein des OPCVM de droit français devrait être préparée. Cette création suppose une intervention du législateur et l'objectif devrait être de proposer un dispositif à l'occasion de la transposition en droit français des deux nouvelles directives OPCVM. Ces catégories devraient être fondées sur un critère objectif (par exemple la taille de la part) pour que le dispositif reste compris des investisseurs. Un certain nombre de problèmes techniques (articulation avec les fonds de fonds, avec les fonds maîtres-nourriciers, normalisation de l'information...) devraient être traités à cette occasion.

## Les OPCVM d'OPCVM

### *Proposition N° 22 :*

Pour améliorer la lisibilité pour l'investisseur sur les frais encourus dans les fonds de fonds, le total des frais sur encours maximum devrait être indiqué dans la partie A de la notice en faisant le cumul des frais du fonds de fonds et des fonds cibles, et non de façon séparée comme actuellement. Les frais directs du fonds de fonds resteraient indiqués de façon distincte.

### *Proposition N° 23 :*

Devraient être communiqués dans le rapport annuel d'une part le montant de frais effectivement supporté au titre des fonds cibles, ou à défaut une évaluation par excès de celui-ci, et d'autre part le taux effectif rapporté à l'actif moyen de l'OPCVM durant le dernier exercice.

***Proposition N° 24 :***

Le cumul du total des frais sur encours (TFE) du fonds de fonds, avec ceux des OPCVM sous jacents devrait être indiqué dès lors que leur part représente plus de 10 % de l'actif du fonds de fonds.

L'information sur le fait pour l'OPCVM de pouvoir être investi à plus de 50 % dans d'autres OPCVM serait toutefois maintenue dans la notice.

***Proposition N° 25 :***

La notice, en partie A, devrait indiquer explicitement si le gérant perçoit de manière directe ou indirecte des rétrocessions de frais de gestion de la part des OPCVM dans lesquels les OPCVM qu'il gère investissent, ainsi que leur taux maximum rapporté à l'encours du fonds de fonds. Pour être exhaustive, cette information devrait aussi comprendre les rétrocessions éventuellement directement versées à des entreprises liées telles que le distributeur du fonds de fonds ou son dépositaire.

Dans le même esprit, le montant réel des rétrocessions de frais de gestion perçues par la société de gestion à ce titre devrait être indiqué dans le rapport de gestion et la partie B de la notice d'information sous forme d'un pourcentage de l'actif moyen de chaque OPCVM d'OPCVM.

***Proposition N° 26 :***

Toute réduction obtenue sur la part négociable des souscriptions/rachat devrait bénéficier exclusivement au fonds de fonds et en aucun cas à la société de gestion. Conformément à la directive européenne, les commissions de souscription/rachat doivent être interdites dans le cas de fonds gérés par la même société de gestion ou par une société liée (au moins pour leur part négociable, la part acquise à l'OPCVM répondant à une autre logique).

***Proposition N° 27 :***

Le groupe recommande qu'une modification du régime légal des OPCVM soit préparée afin d'une part d'ouvrir la possibilité de créer des catégories de parts pour les OPCVM de droit français et d'autre part d'autoriser la rétrocession des frais à l'organisme porteur de parts dans le seul cas des fonds de fonds.

## **Les FCPR et FCPI**

***Proposition N° 28 :***

Le groupe propose de favoriser, dans les fonds destinés à la commercialisation auprès des particuliers et notamment des FCPI, une approche de frais totaux sur encours (du type TFE). Cette information globale éclairera utilement les données détaillées figurant actuellement dans le règlement des fonds et dans le rapport de gestion.

***Proposition N° 29 :***

Un point devrait être fait sur la bonne application des règles déontologiques du capital investissement de façon à prévenir les conflits d'intérêt, notamment lors de la création de nouveaux fonds ou de nouvelles tranches par une même société de gestion avant que les fonds ou les tranches existantes correspondant à la même politique de gestion aient été suffisamment investis.

***Proposition N° 30 :***

Le rapport de gestion devrait indiquer le montant des frais de transaction annuels (couvrant de façon exhaustive les frais de recherche, d'audit et de montage).

***Proposition N° 31 :***

La perception de rétrocessions par la société de gestion d'un FCPR de fonds sur les frais supportés au titre des fonds sous-jacents doit être interdite.

***Proposition N° 32 :***

Pour les fonds commercialisés auprès d'une clientèle de particuliers, il est recommandé que soit généralisées certaines bonnes pratiques : calcul du partage de performance après déduction de tous frais, utilisation le cas échéant d'un objectif de performance sous forme d'un taux de rendement minimum pour le déclenchement du partage de plus-value, harmonisation des pratiques concernant ce taux en cohérence avec le risque pris par l'investisseur et, à partir de ce taux, modalités équilibrées de versement aux bénéficiaires de parts de plus values.

***Proposition N° 33 :***

L'information donnée dans la notice des fonds distribués à une clientèle de particuliers devrait permettre à l'investisseur de comprendre aisément le mécanisme des parts de plus-values et le risque pris par les bénéficiaires de ces parts. Cet engagement minimum et son équilibre devraient faire pour ces fonds l'objet d'un éclairage complémentaire dans le cadre du code de déontologie.

***Proposition N° 34 :***

Dans la notice des fonds devraient être précisés l'identité des investisseurs sponsors (définis comme les organismes bénéficiaires de parts de plus-values autre que la société de gestion et l'équipe), leur rôle (investissement réalisé en parts ordinaires) ainsi que le pourcentage des parts de plus-values qui leur a été affecté.

***Proposition N° 35 :***

Dans les commissions de rachat, la décote d'illiquidité acquise au fonds devrait être distinguée de la rémunération du travail spécifique effectivement réalisée par le gérant afin de dégager les fonds permettant de faire face au rachat anticipé de parts.

***Proposition N° 36 :***

Les règlements des fonds ne devraient pas prévoir le prélèvement de commissions de mouvements systématiques en cas de cession de parts, ces commissions devant être justifiées au cas par cas par les diligences effectives de la société de gestion pour favoriser cette cession (telles que la recherche d'une contrepartie).

## Les FCPE

### *Proposition N° 37 :*

La notion de total des frais sur encours ("TFE") devrait être appliquée aux FCPE, notamment dans la notice . La nature des frais pris en charge par l'entreprise serait parallèlement précisée.

### *Proposition N° 38 :*

Les règles établies généralement pour les OPCVM d'OPCVM devraient s'appliquer aux FCPE investis en OPCVM.

## Annexe 3

### Lexique

#### **AFECEI**

*L'Association Française des Établissements de Crédits et des Entreprises d'Investissement (AFECEI)* est l'organisme professionnel auquel la loi bancaire du 24 janvier 1984 et la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 ont confié la représentation, notamment auprès des Pouvoirs Publics, des intérêts collectifs des établissements de crédits et des entreprises d'investissement.

Cette loi fait obligation à toute entreprise d'investissement, et notamment aux sociétés de gestion, d'adhérer à une association membre de l'AFECEI. Trois associations membres de l'AFECEI ont des sociétés de gestion comme adhérentes : l'AFG-ASFFI, l'AFIC et l'ASF.

#### **AFG - ASFFI**

L'AFG-ASFFI, *Association Française de la Gestion Financière*, est une organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers. Elle résulte de la fusion, opérée en 1997, entre l'Association française des fonds et sociétés d'investissement et de gestion d'actifs financiers (ASFFI), et l'Association Française des Sociétés de Gestion de Portefeuille - AFSGP.

#### **AFIC**

L'AFIC, *Association Française des Investisseurs en Capital*, a été créée en juillet 1984 afin de représenter les professionnels du capital investissement en France.

#### **ASF**

L'ASF, *Association Française des Sociétés Financières*, a pour activité l'information, la concertation et l'action professionnelle au service de ses adhérents, sociétés financières, banques spécialisées et entreprises d'investissement. Elle a été créée dans le cadre réglementaire issu de la loi bancaire du 24 janvier 1984.

#### **AIMR**

L'AIMR, *Association for Investment Management and Research* est une organisation internationale dont la mission est de promouvoir les intérêts de la communauté financière en établissant et en maintenant les normes les plus strictes de déontologie et d'intégrité. Cette organisation a été fondée en 1990 par la fusion de la "*Financial Analysts Federation*" (Fédération des Analystes Financiers), qui a été créée en 1947, et du "*Institute of Chartered Financial Analysts*" (Institut des Analystes Financiers Certifiés), qui a développé le programme de certification des analystes financiers (CFA) en 1963.

### **Best execution**

Le principe de "*best execution*", consiste à obtenir le meilleur rapport qualité/prix aux transactions effectuées.

### **Brokerage (Courtage)**

Le courtage est une commission prélevée par un intermédiaire financier (courtier) pour l'achat ou la vente de titres sur un marché.

### **Carried Interest**

Les parts de "*carried interest*" attribuées, sous certaines conditions, aux membres de l'équipe de gestion et à la société de gestion des fonds communs de placement à risques (FCPR), consistent à réserver à ces derniers une part des plus-values réalisées.

### **Catégories de parts**

Les catégories de parts, inexistantes en droit français, mais communément utilisées dans d'autres pays, sont une déclinaison des émissions de parts ou d'actions, réservées à des qualités d'investisseurs différentes et dont la valeur liquidative est grevée de frais différents.

### **Commission de mouvement**

Ces frais sont liés à la négociation des titres. Les commissions de mouvements sont assises sur chaque opération effectuée par la structure de gestion. Elles se décomposent en frais de courtage (perçus par la société de bourse) et en une commission répartie de façon variable entre la structure de gestion, le dépositaire et le commercialisateur. (Cf. Rapport Chartier).

### **Commission de souscription et de rachat**

Ces frais correspondent à des droits d'entrée et de sortie d'un OPCVM. Ils sont exprimés en pourcentage du montant investi ou du nombre de parts souscrites, ce sont des frais qui peuvent être acquis à l'OPCVM ou rétrocédés à des tiers. Les commissions de souscription ou de rachat servent notamment à couvrir les coûts des transactions réalisées par le gérant pour faire face aux flux de souscription et de rachat.

### **Commission variable / à la performance**

Elles reposent sur l'évolution de la performance du fonds par rapport à celle d'un indice de référence ou d'un objectif de performance prédéterminé et servent à rémunérer la société de gestion.

## **Compartiments**

Au sein d'un seul OPCVM plusieurs compartiments peuvent co-exister, chacun représente un profil et une politique de gestion différents. Le passage d'un compartiment à un autre est représentatif d'une décision de changement d'orientation de placement, même si cette décision a formellement lieu au sein du même OPCVM. Cette gestion diversifiée sans devoir recourir à différents OPCVM, permet d'abaisser les coûts de transaction tout en permettant une plus grande personnalisation de la gestion.

## **Conservation**

Il s'agit de la conservation des actifs gérés qui doit être confiée à un tiers totalement distinct de la société de gestion, habilité pour la tenue de compte conservation.

## **Contrat d'assurance vie en unités de compte**

Contrat dont les garanties sont exprimées par référence à un ou plusieurs supports (parts ou actions de valeurs mobilières ou immobilières) : elles varient comme les valeurs qui leur servent de référence. Les OPCVM sont communément utilisés comme support à ces contrats. Les investissements des souscripteurs de contrats d'assurance-vie peuvent être libellés soit en euros, soit en unités de compte.

## **Dépositaire**

Le dépositaire est un acteur indispensable et obligatoire dans le fonctionnement des OPCVM. Il a pour responsabilité de conserver les actifs de l'OPCVM (Cf. ci dessus conservateur), d'assurer tout encaissement et paiement en rapport avec le fonctionnement du fonds, notamment recevoir les souscriptions et effectuer les rachats des parts enfin, et c'est une spécificité de la réglementation française, il doit assurer le contrôle de la régularité des décisions de la structure de gestion. (cf. Instruction COB de novembre 1993 sur le dépositaire).

Il a également l'obligation générale d'agir en permanence au bénéfice exclusif des souscripteurs.

## **Directive**

La directive 85/611/CEE du conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), dont les modifications adoptées en 2001 et publiées au Journal officiel des Communautés européennes le 13 février 2002. Ces modifications seront applicables en février 2004.



## **FCP**

Les fonds communs de placement (FCP) sont des copropriétés de valeurs mobilières qui émettent des parts ; leur gestion est assurée par une société de gestion.

## **FCPR**

Créés en 1983, les Fonds communs de placement à risques sont des Fonds investis pour partie en titres de sociétés non cotées (minimum 40 % de leur actif).

## **FCPI**

Créés en 1997, les Fonds communs de placement dans l'innovation sont investis en titres de sociétés non cotées innovantes (minimum 60 %). Les FCPI sont une catégorie de FCPR destinés plus particulièrement au grand public et dont la souscription est déductible de l'impôt sur le revenu à hauteur de 25 % de son montant.

## **FCPE**

Les Fonds communs de placement d'entreprise sont des FCP destinés à recueillir les fonds d'épargne salariale, ils sont classés en deux sous catégories : FCPE d'actionnariat régis par l'article L. 214-40 du Code monétaire et financier et FCPE diversifiés régis par l'article L.214-39 du Code monétaire et financier. Ils bénéficient de deux particularités majeures par rapport aux OPCVM à vocation générale : investissement sans limitation en titres de l'entreprise pour les premiers et règles plus souples pour investir en parts ou actions d'autres OPCVM.

## **FEFSI**

La FEFSI, *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* regroupe les associations nationales de fonds d'investissement. Outre les 15 Etats membres de l'Union, elle regroupe la République Tchèque, la Hongrie, la Norvège, la Pologne, la Suisse et la République Slovaque.

## **Frais de gestion**

Ces frais liés à la gestion sont calculés en pourcentage de l'actif net, ils servent notamment à rémunérer la société de gestion et le dépositaire et à régler les honoraires des commissaires aux comptes. Calculés au *pro-rata temporis*, ils sont directement imputés sur le résultat de l'OPCVM et sont pris en compte dans le calcul de la valeur liquidative et de la performance. Ces frais sont plafonnés, le montant maximum est indiqué dans la Notice d'Information.

### **Gestion financière / administrative et comptable**

Les gestions financière, administrative et comptable sont les trois fonctions exercées par la société de gestion pour le compte de l'OPCVM et pour lesquelles elle perçoit une rémunération. Ces différentes fonctions peuvent être éventuellement déléguées.

### **High Watermark (à cliquet)**

Mécanisme de calcul de la performance d'un OPCVM consistant à toujours retenir le plus haut niveau précédemment atteint. Ce principe est notamment utilisé pour les calculs de rémunération variable.

### **Impact de marché**

L'impact de marché est l'influence exercée par les transactions sur le prix de marché d'un titre. Cet impact varie selon le volume à traiter comparé à celui des transactions habituellement constatées du titre. Lorsque l'offre dépasse largement la demande, ou que la demande dépasse largement l'offre, il y a une incidence négative ou positive sur le prix, selon que l'on est acheteur ou vendeur.

### **Management fees (frais de gestion financière)**

Les "*management fees*" représentent les frais de gestion financière au sens strict, excluant notamment les frais de gestion administrative ou comptable.

### **Market impact**

Cf. Impact de marché.

### **Mutual fund**

Dénomination américaine des fonds communs de placement.

### **Notice d'information-prospectus**

Moyen d'information central des investisseurs à remettre systématiquement avant toute souscription. Doivent y figurer au moins les mentions établies dans le modèle de l'annexe II de l'instruction du 15 décembre 1998 de la Commission des opérations de bourse. Celle-ci précise les informations devant être obligatoirement apportées : la dénomination de l'OPCVM, ses modalités de fonctionnement et les orientations financières de l'OPCVM ou des compartiments.

## **OPCVM**

Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Ce sont des fonds communs de placement ou des SICAV qui investissent dans des valeurs mobilières et dont les épargnants acquièrent des parts ou des actions. Ces produits d'épargne sont gérés par des professionnels et permettent une diversification de l'investissement.

### **OPCVM coordonnés**

OPCVM à vocation générale qui se conforment à la directive européenne 85/611 c'est à dire qu'ils respectent notamment les règles de composition de l'actif du Décret 89-623 du 6 septembre 1989. Le fait d'être coordonné permet à un OPCVM d'être commercialisé dans les autres Etats membres de l'UE.

### **Promoteur**

Etablissement qui est à l'origine de la création d'un OPCVM en vue d'en assurer la commercialisation. Il n'existe pas aujourd'hui de statut précis pour le promoteur.

### **Rapport annuel**

Le rapport annuel est un document essentiel de l'information financière des sociétés, auquel chaque actionnaire ou porteur a droit après l'arrêté des comptes annuels. Il contient deux types d'éléments. D'une part, les éléments légaux qui sont certifiés et soumis aux strictes règles du droit des sociétés. D'autre part, la société peut, dans le cadre du rapport annuel, présenter des données plus agrémentées et commentées : ces données, bien que reposant sur des comptes certifiés, ne sont pas encadrés par des normes légales ou réglementaires et ne font pas l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes.

### **Rapport de gestion**

Document indépendant des documents comptables. Il doit être conforme au règlement de la Commission des opérations de bourse N° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour compte de tiers sur l'exercice du droit des actionnaires et l'information du mandant quant aux frais et à la gestion du portefeuille.

### **Rapport périodique**

Document établi tous les semestres pour les OPCVM dont l'actif est inférieur à 80 millions d'euros, tous les trimestres pour les autres sauf cas particuliers. Il reprend les principales caractéristiques de la gestion avec la politique suivie et présente la composition du portefeuille.

## **Règlement et statut**

Les fondateurs d'OPCVM doivent établir un règlement (pour chaque FCP) ou des statuts (pour les SICAV) soumis à l'agrément de la COB. Ceux-ci constituent les véritables fondements de la vie du fonds. Ils doivent reprendre les éléments du modèle figurant en annexes à l'instruction du 15 décembre 1998 de la Commission des opérations de bourse.

## **Rétrocessions**

Mécanisme de rémunération de prestataires, notamment commerciaux, auxquels a recours la société de gestion fondé sur le reversement à ces prestataires d'une partie des frais de souscriptions, de rachats ou de gestion.

## **SICAV**

La SICAV, Société d'investissement à capital variable, et le FCP, Fonds commun de placement, sont les deux catégories juridiques d'OPCVM.

Les SICAV sont des sociétés anonymes (dotées de la personnalité morale) qui émettent des actions au fur et à mesure des demandes de souscriptions, elles peuvent assurer elles-mêmes la gestion de leur portefeuille si elles disposent des moyens nécessaires.

## **Société de gestion**

Depuis la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996, les sociétés de gestion peuvent soit se consacrer à toutes les formes de gestion (mandats et OPCVM) et se sont des sociétés de gestion de portefeuille (SGP), soit gérer exclusivement des OPCVM et ce sont des sociétés de gestion d'OPCVM (SGO).

La société de gestion doit agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Elle est distincte du dépositaire. Elle doit disposer des moyens financiers suffisants pour lui permettre d'exercer de manière effective son activité et de faire face à ses responsabilités. Elle doit également présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne son organisation ses moyens techniques, l'honorabilité et l'expérience de ses dirigeants et doit prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations.

## **Soft commissions (commissions en nature)**

Les "*soft commissions*" sont des prestations de services fournies ou payées par des intermédiaires en contrepartie des volumes d'affaires (notamment de courtage) qui leur sont confiés par une société de gestion.

### **TER, TFE**

Le TER (*Total Expense Ratio*) est la dénomination anglo-saxonne du total des frais et dépenses à la charge d'un OPCVM, matérialisé sous la forme d'un pourcentage rapporté à l'encours total de cet OPCVM.

Le TFE (Total des Frais sur Encours) représente la transposition française de ce concept.

### **Valeur liquidative**

Valeur de la part d'un FCP ou d'une action de SICAV, obtenue en divisant l'actif net par le nombre de parts ou d'actions.

## **Annexe 4**

### *L'évolution de la notice d'information*

Afin d'éclairer les travaux du groupe, un certain nombre de ses propositions ont été mises en forme dans un canevas type de notice d'information.

Dans la mesure où le choix dominant du groupe a été de traiter d'un certain nombre de sujets par de l'information plutôt que par de la réglementation (commissions de mouvement, transactions avec des sociétés liées, rétrocessions dans les fonds de fonds), la notice est largement affectée par ses propositions.

Ce canevas doit être utilisé pour illustrer l'impact des propositions faites en matière de notice d'information d'un OPCVM de droit commun. La formalisation de ces propositions à travers une révision de l'instruction COB sur les OPCVM qui a procédé à la normalisation actuelle de la notice devra en tout état de cause être l'objet d'une concertation avec la profession.

# FCP GROUPE FRAIS

## NOTICE D'INFORMATION

Forme juridique de l'OPCVM	: FCP
Société de gestion	: SGP GROUPE FRAIS
Dépositaire	: BANQUE GROUPE FRAIS
Commissaire aux comptes	: CAC SA

Compartment oui  non

Nourricier oui  non

La présente notice doit obligatoirement être proposée aux souscripteurs préalablement à la souscription, remise à la souscription et mise à la disposition du public sur simple demande. La note d'information complète de l'OPCVM et le dernier document périodique sont disponibles auprès du dépositaire et de la société de gestion.

## PARTIE A STATUTAIRE

### CARACTERISTIQUES FINANCIERES

**Classification** : Actions françaises

**L'objectif de gestion** du FCP est d'offrir une exposition au marché des actions françaises de moyenne capitalisation, avec une recherche prioritaire de plus-value.

**L'indicateur de référence** est le SBF 250.

#### Les marchés, instruments et techniques d'intervention :

Le portefeuille est en permanence investi à hauteur de 60 % au moins sur le marché des actions françaises. Le FCP s'intéresse plus particulièrement aux valeurs négociées au comptant du Premier, Second et Nouveau marché qui présenteront comme caractéristiques d'avoir un marché jugé étroit. Le FCP se réserve toutefois la possibilité d'opter accessoirement pour le Service de Règlement Différé (S.R.D.).

Le FCP pourra intervenir sur des instruments financiers à terme négociés sur les marchés français et étrangers, réglementés ou de gré à gré.

Dans ce cadre, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou de l'exposer à des risques liés aux actions, titres et valeurs mobilières assimilées (à titre accessoire, aux risques de marchés et/ou de change). Le recours aux instruments financiers à terme concourt à la politique de gestion de le FCP et vise à apporter une participation à la croissance des marchés d'actions.

Ces opérations seront effectuées dans la limite d'une fois l'actif.

Le FCP peut recourir également aux instruments et techniques de gestion accessibles aux OPCVM dont les pensions, les prêts et emprunts de titres, les rémérés.

**Indicateur de risque de marché** Degré minimum d'exposition au risque action : 60 %

**Spécialisation**: Environ 80 % de l'actif est investi et/ou exposé en France.

**Détention de parts ou actions d'OPCVM**: le FCP peut investir jusqu'à 100 % de son actif en titres d'OPCVM français ou coordonnés.

**Durée minimale de placement recommandée** : Supérieure à 5 ans.

**Souscripteurs concernés** : Tous souscripteurs

**Affectation des résultats** : Capitalisation

**Dominante fiscale** PEA

### LES FRAIS ET COMMISSIONS DU FCP

**Commission de souscription maximale** : 4 %, y compris frais supportés indirectement au titre des OPCVM acquis, dont commission directe : 3 % négociables, non acquis à l'OPCVM

**Commission de rachat** 2 % y compris frais supportés indirectement au titre des OPCVM acquis, dont commission directe 0 %

**Total des Frais sur Encours (TFE) maximum** : 2 % de l'actif net toutes taxes incluses ;

Total des Frais sur Encours, y compris frais supportés indirectement au titre des OPCVM acquis : 3 % dont frais directs 2 %

Commission de surperformance 10 % au-delà de l'indice SBF 250 [...]

La société de gestion s'autorise en outre à percevoir au titre des instruments acquis en portefeuille par le FCP :

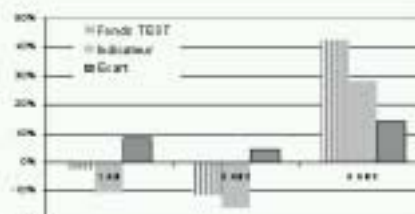
- une commission sur les transactions partagée avec le dépositaire ;
- des rétrocessions des OPCVM acquis dans une limite de 0.1 % de l'encours moyen du FCP

## PARTIE B STATISTIQUE

### PERFORMANCES\* DU FCP AU 31 DECEMBRE 2001

Performances	1 AN	3 ANS	5 ANS
« FCP »	-2,45%	-11,82%	42,33%
« SBF 250 »	-10,63%	-16,04%	28,01%
<b>Ecart</b>	<b>+8,18%</b>	<b>+4,42%</b>	<b>+14,32%</b>

Sur la durée de placement recommandée de 5 ans, la performance nette d'un porteur ayant acquitté les commissions de souscription et de rachat maximum, aurait été de 35,42%, correspondant à un taux actuariel de 6,25%.



\*Les performances passées ne préjugent pas de la performance future

### FRAIS ET COMMISSIONS SUR L'ANNEE 2001

FRAIS ET COMMISSIONS	Montant	% de l'encours moyen
<b>Total des frais sur encours réels</b>	<b>1 254 000</b>	<b>1,28%</b>
<i>Dont frais de gestion variables</i>	<i>122 000</i>	<i>0,12%</i>
<b>Commissions partagées sur les transactions</b>	<b>254 345</b>	<b>0,26%</b>
<i>Dont part acquise au gérant (56,4%)</i>	<i>143 543</i>	<i>0,14%</i>
<i>Dont part acquise au dépositaire (43,6%)</i>	<i>110 802</i>	<i>0,11%</i>
<b>TOTAL DES FRAIS ET COMMISSIONS</b>	<b>1 508 345</b>	<b>1,52%</b>

Rétrocessions payées par les fonds acquis au gestionnaire : 23 456 € soit 0,02% de l'encours moyen.

Ce total n'inclue pas les frais de négociation qui ont représenté 0,55 % de l'encours moyen :

FRAIS DE NEGOCIATION	Montant des frais	Flux traités		Taux de rotation
		Montant	Part affiliés	
Actions Françaises	273 456	89 382 400	25%	0,90
Actions Européennes	294 563	49 083 833	17%	0,49
Obligations	15 490	77 450 000	14%	0,78
OPCVM	1 234	6 170 000	5%	0,06
Autres classes d'actifs	13 245	4 415 000	55%	0,04
<b>TOTAL</b>	<b>547 988</b>	<b>226 511 233</b>	<b>19,7 %</b>	<b>2,27</b>
<i>Dont montants traités avec des affiliés</i>	<i>45 483</i>	<i>44 622 713</i>		
<i>Dont part traitée avec des affiliés en %</i>	<i>8,3%</i>	<i>19,7%</i>		

### AVERTISSEMENT

1. Les statuts, le règlement, les comptes annuels, le rapport de gestion, et les autres documents réglementaires relatifs au fonds sont disponibles sur le site [www.banque.fr](http://www.banque.fr) ou sont adressés dans un délai d'une semaine sur simple demande écrite ou électronique à l'adresse [www.banque.fr](mailto:www.banque.fr).

2. Le site de la COB ([www.cob.fr](http://www.cob.fr)) contient des informations complémentaires sur la liste des documents réglementaires et l'ensemble des dispositions relatives à la protection des investisseurs.

### GLOSSAIRE

**Total des frais sur encours** : ces frais recouvrent tous les frais supportés par le FCP à l'exception des frais de transaction. Ils incluent notamment la gestion administrative, financière, comptable, la conservation, la distribution, l'audit, la publicité légale, la tenue d'assemblée et l'élaboration des documents d'information.

**Taux actuariel** : Taux de rendement annuel calculé en intérêt composé.

**Affiliés** : intermédiaire ayant directement ou indirectement un lien capitalistique avec le gestionnaire.

**Taux de rotation** : montant des achats et des ventes au cours d'un exercice rapporté à l'encours moyen du portefeuille.

**Encours moyen** : moyenne « quotidienne » de l'encours moyen net de l'OPCVM.



## Annexe 5

### Les rétrocessions

Les sociétés communiquent annuellement à la Commission des opérations de bourse des données relatives à leur exploitation. Ces données permettent de mieux apprécier l'impact par type de société (ici par taille d'encours) :

- d'une part des rétrocessions versées et passées en charge des sociétés de gestion (essentiellement au titre de la distribution de leurs OPCVM) ;
- d'autre part de la fraction des commissions de mouvement éventuellement perçue par les sociétés de gestion.

1/ Part des rétrocessions passées en charges dans les comptes d'exploitation des sociétés de gestion françaises (données 2001, source COB) :

Rétrocessions / CE		0%		Entre 0,1 et 20 %		Entre 20 et 40 %		Entre 40 et 60 %		Plus de 60 %		Total	
Encours < à 150 millions d'€	Total des encours cumulés en M€	6 525	63%	2 638	26%	513	5%	228	2%	391	4%	10 295	1%
	Total des CE cumulés en k€	137 061	60%	65 170	29%	9 971	4%	6 584	3%	9 839	4%	228 625	5%
	Total Rétrocessions cumulées en k€	-	0%	4 539	25%	3 222	18%	3 228	18%	7 336	40%	18 325	1%
	Nombre de sociétés de gestion	163	68%	52	22%	10	4%	8	3%	6	3%	239	53%
Encours entre 150 millions et 1 milliard d'€	Total des encours cumulés en M€	22 201	42%	14 092	27%	10 102	19%	1 666	3%	4 606	9%	52 667	3%
	Total des CE cumulés en k€	164 418	30%	159 506	29%	120 862	22%	16 306	3%	82 687	15%	543 779	12%
	Total Rétrocessions cumulées en k€	-	0%	12 849	10%	33 926	27%	8 236	7%	69 435	56%	124 446	6%
	Nombre de sociétés de gestion	54	42%	39	30%	20	15%	5	4%	12	9%	130	29%
Encours entre 1 et 15 milliards d'€	Total des encours cumulés en M€	96 392	33%	65 659	22%	42 404	15%	49 179	17%	38 575	13%	292 209	19%
	Total des CE cumulés en k€	163 454	14%	271 838	23%	202 736	17%	185 249	16%	354 563	30%	1 177 840	26%
	Total Rétrocessions cumulées en k€	-	0%	29 432	6%	59 581	13%	93 712	20%	293 479	62%	476 204	24%
	Nombre de sociétés de gestion	31	33%	18	19%	16	17%	11	12%	19	20%	95	21%
Encours > à 15 milliards d'€	Total des encours cumulés en M€	95 397	8%	45 083	4%	538 485	45%	332 773	28%	174 754	15%	1 186 492	77%
	Total des CE cumulés en k€	83 680	3%	29 549	1%	692 031	27%	864 133	34%	871 218	34%	2 540 611	57%
	Total Rétrocessions cumulées en k€	-	0%	3 140	0%	187 287	14%	489 227	36%	691 497	50%	1 371 151	69%
	Nombre de sociétés de gestion	3	15%	2	10%	7	35%	3	15%	5	25%	20	4%
Ensemble des sociétés de gestion	Total des encours cumulés en M€	220 515	14%	127 472	8%	591 504	38%	383 846	25%	218 326	14%	1 541 663	100%
	Total des CE cumulés en k€	548 613	12%	526 063	12%	1 025 600	23%	1 072 272	24%	1 318 307	29%	4 490 855	100%
	Total Rétrocessions cumulées en k€	-	0%	49 960	3%	284 016	14%	594 403	30%	1 061 747	53%	1 990 126	100%
Nombre de sociétés de gestion		251	52%	111	23%	53	11%	27	6%	42	9%	484	100%
Taux moyen de rétrocessions / CE		0%		9%		28%		55%		81%		44%	

Source : COB

**2/ Part des commissions de mouvement dans les produits d'exploitation des sociétés de gestion françaises (données 2001, source COB) :**

Com. de mvt/ Produit d'exploitation		0%		Entre 0,1 et 10 %		Entre 10 et 20 %		Entre 20 et 50 %		Plus de 50 %		Total	
Encours < à 150 millions d'€  268 sociétés de gestion (55 %)	Total des encours cumulés en M€	6 191	60%	659	6%	1 136	11%	1 479	14%	830	8%	10 295	1%
	Total Com. de mvt cumulées en k€	-	0%	804	4%	3 081	15%	7 910	37%	9 391	44%	21 186	7%
	Total des PE cumulés en k€	714 171	88%	37 647	5%	20 018	2%	26 451	3%	14 745	2%	813 032	14%
	Nombre de sociétés de gestion	180	67%	14	5%	21	8%	33	12%	20	7%	268	
Encours entre 150 millions et 15 milliards d'€  197 sociétés de gestion (41 %)	Total des encours cumulés en M€	259 767	75%	54 500	16%	7 152	2%	22 711	7%	745	0%	344 875	22%
	Total Com. de mvt cumulées en k€	-	0%	20 859	19%	15 912	14%	65 196	59%	8 484	8%	110 451	38%
	Total des PE cumulés en k€	1 304 693	67%	328 687	17%	92 058	5%	211 797	11%	13 584	1%	1 950 819	33%
	Nombre de sociétés de gestion	128	65%	20	10%	9	5%	36	18%	4	2%	197	
Encours > à 15 milliards d'€  19 sociétés de gestion (4 %)	Total des encours cumulés en M€	881 123	74%	89 271	8%	187 017	16%	29 081	2%	-	0%	1 186 492	77%
	Total Com. de mvt cumulées en k€	-	0%	45 016	28%	108 159	67%	7 814	5%	-	0%	160 989	55%
	Total des PE cumulés en k€	1 756 339	55%	556 140	17%	844 914	26%	35 701	1%	-	0%	3 193 094	54%
	Nombre de sociétés de gestion	13	68%	1	5%	4	21%	1	5%	-	0%	19	
Ensemble des sociétés de gestion	Total des encours cumulés en M€	1 147 081	74%	144 430	9%	195 305	13%	53 271	3%	1 575	0%	1 541 662	100%
	Total Com. de mvt cumulées en k€	-	0%	66 679	23%	127 152	43%	80 920	28%	17 875	6%	292 626	100%
	Total des PE cumulés en k€	3 775 203	63%	922 474	15%	956 990	16%	273 949	5%	28 329	0%	5 956 945	100%
	Nombre de sociétés de gestion	321	66%	35	7%	34	7%	70	14%	24	5%	484	100%
Taux moyen de com. de mvt / PE		0%		7%		13%		30%		63%		4,9%	
Source : COB													

## Annexe 6

### *Panorama de la distribution des OPCVM en France*

#### **1. La segmentation du marché par type de clientèle**

Du point de vue des sociétés de gestion collective, la clientèle des OPCVM peut être segmentée en trois types différents : les investisseurs non professionnels et non qualifiés, les investisseurs professionnels ou qualifiés pour compte propre, les distributeurs intermédiant la distribution des produits.

##### **1/ La clientèle non professionnelle :**

- les épargnants particuliers ("*retail*") ;
- les professions libérales ;
- les petites associations ;
- les petites entreprises (PME/PMI).

##### **2/ La clientèle professionnelle pour compte propre :**

- les caisses de retraite ;
- les compagnies d'assurances ;
- les gérants de portefeuilles ;
- les particuliers fortunés ("*private banking*") ;
- les grandes entreprises (gestion de la trésorerie, couverture des indemnités de fin de carrière...)
- les grandes associations.

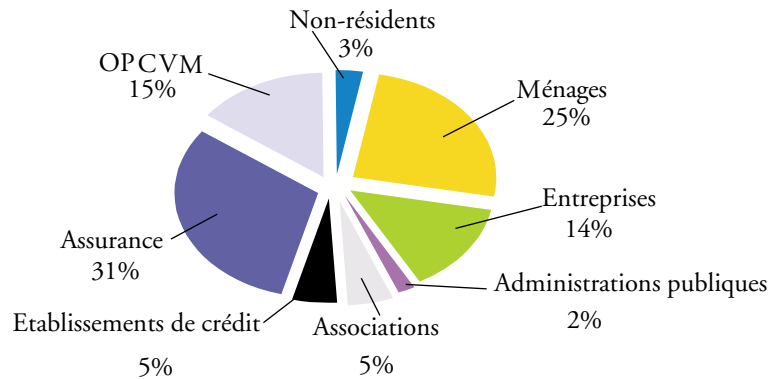
##### **3/ La clientèle professionnelle intermédiaire (revente des produits) :**

- les réseaux bancaires (internes ou externes) ;
- les assureurs ;
- les conseillers patrimoniaux indépendants ;
- les plates-formes de vente, notamment par internet (*E-brokers*) ;
- les services financiers offerts à ses clients par la grande distribution.

Il est difficile d'approcher précisément la décomposition des encours selon cette grille détaillée. En revanche, au travers notamment des statistiques établies par la Banque de France, il est possible d'avoir des ordres de grandeurs sur la répartition globale des encours par type d'investisseur.

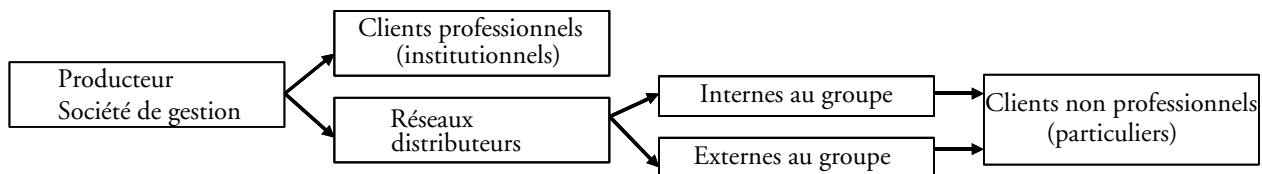
## 2. Qui détient l'encours d'OPCVM sur le marché français ?

Source : AFG-ASFFI à partir des données Banque de France à fin décembre 2000



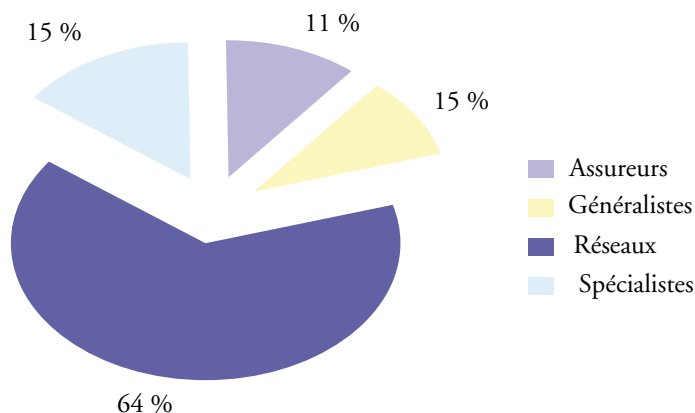
## 3. La segmentation du marché par type de distribution

La distribution est soit directe (la société de gestion commercialise elle-même ses produits au client final) soit indirecte (la société de gestion est en relation avec un intermédiaire distributeur).



Les relations avec les réseaux distributeurs "internes" sont désormais de plus en plus calquées sur les réseaux distributeurs "externes". Dans tous les cas (distribution directe, via un réseau lié ou via

Répartition par type de placeurs au 31/10/2001



un réseau externe), la société de gestion engage des moyens au plan commercial, marketing et communication. Près de 2/3 des encours d'OPCVM en France sont distribués par des réseaux bancaires et les 10 premiers groupes bancaires représentent 60 % de l'encours

Source : Europerformance

#### **4. La segmentation par produits**

On peut distinguer les trois approches suivantes :

- le produit lancé sous la marque du producteur (produit créé à l'initiative du producteur vendu chez des distributeurs multiples, ...)
- le produit lancé sous la marque du distributeur (montage spécifique à la demande du distributeur) ;
- le produit blanc sans marque.

Le choix entre ces trois approches dépend du réseau de distribution, de la puissance des marques, de la confiance du client. Dans certains cas le distributeur fixe le prix payé par le client.

Par ailleurs, l'absence de produit à classes de parts est un frein pour la commercialisation des produits auprès des différentes clientèles. Les sociétés de gestion créent ce type de produits au Luxembourg et en Irlande, pays qui autorisent les classes de parts.

#### **5. La rémunération du distributeur**

Le distributeur est rémunéré par le droit d'entrée (généralement en totalité) ainsi que par une rétrocession d'une partie de la commission de gestion. De plus la société de gestion peut prendre en charge une partie des coûts marketing du distributeur et de la formation des vendeurs.

La rétrocession d'une partie de la commission de gestion au distributeur est le fait de la société de gestion et n'est jamais supportée directement par l'OPCVM. Le plus souvent, elle s'exprime en % du taux de la commission de gestion. Elle est souvent globale (tous produits confondus pour un même distributeur), en fonction du volume collecté par ce distributeur.

Elle peut être très différente selon les différents réseaux de distribution.

## 6. La structure des revenus

Celle-ci peut être approchée au travers de l'enquête menée par le cabinet Mac Kinsey auprès d'un panel de grandes sociétés de gestion européennes. En 1999, les données de 9 grandes sociétés de gestion françaises représentant un encours de 549 Md euros ont été ainsi traitées et analysées (à partir des résultats de l'année 1999 et d'un questionnaire).

Les revenus de l'année (1999 ci-dessous) sont ensuite ramenés au point de base des encours moyens :

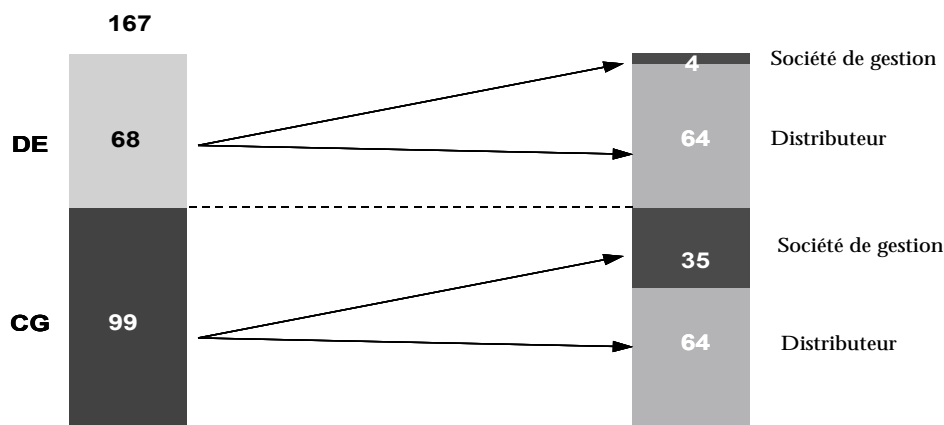
	Institutionnels	retail
Revenus brut (DE+CG)	27	167
Rétrocessions ditribution	0	128
<b>Revenus nets</b>	<b>27</b>	<b>39</b>

Source Mac Kinsey 1999

DE = droits d'entrée et CG = commission de gestion

En outre, on constate une grande disparité des revenus entre clientèle d'investisseurs institutionnels et clientèle d'épargnants (*retail*), liée à la taille des capitaux apportés, au coût de collecte et de conseil. Pour approcher l'équilibre économique de la distribution des OPCVM, il est donc nécessaire de retraiter les données de façon distincte et analytique entre les deux types de clientèle.

Au titre de l'année 1999, on constate ainsi des rétrocessions élevées pour les OPCVM distribués à une clientèle d'épargnants mais avec parallèlement une forte collecte qui induit une part des droits d'entrée importante (en point de base sur encours moyen) :



Source : Mac Kinsey 1999