



## **TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE MIF**

### **JUSTIFICATION DU MAINTIEN D'UN DISPOSITIF DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF**

L'article 4(1) de la directive 2006/73/CE dispose :

« 1. Les Etats membres ne peuvent conserver ou imposer des obligations supplémentaires par rapport aux exigences de la présente directive que dans des cas exceptionnels où ces obligations sont objectivement justifiées et proportionnées eu égard à la nécessité de traiter certains risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui ne sont pas dûment pris en compte par la présente directive, et sous réserve que l'une des conditions suivantes soit remplie :

- a) les risques spécifiques visés par ces obligations revêtent une importance particulière dans la structure de marché propre à l'Etat membre concerné (...) »

Le considérant 10 de la même directive précise que les risques concernés peuvent se situer « au niveau des comportements des entreprises et des consommateurs sur ce marché. »

\*

Par arrêté du 4 mai 2007, ont été introduites dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers des dispositions obligeant les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et les autres prestataires de services d'investissement (PSI) fournissant un service de gestion de portefeuille :

- à mieux distinguer la rémunération des services de réception-transmission d'ordres et d'exécution d'ordres, d'une part, et celle des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, d'autre part (une partie de ces derniers services ne pouvant plus être rémunérés au moyen de commissions de courtage) ;
- à accroître la transparence de la rémunération de ces deux catégories de services, dénommée « frais d'intermédiation » dans le règlement général.<sup>1</sup>

Ce même dispositif permet aux prestataires de services d'investissement chargés de l'exécution des ordres de reverser, sur instruction d'une SGP ou d'un PSI fournissant un service de gestion de portefeuille, une partie des frais d'intermédiation à un tiers, notamment à des bureaux indépendants d'analystes financiers, au titre de la rémunération du service d'analyse financière.

---

<sup>1</sup> Cf. en annexe les textes concernés : articles 314-75-1, 314-79, 314-81, 314-82, 314-83 et 314-85-1 du règlement général de l'AMF. Certaines des dispositions figurant dans ces articles, notamment celles relatives à la gestion des portefeuilles collectifs, existaient avant l'arrêté du 18 avril 2007 ; l'article 314-75-1 a été introduit par un arrêté du 8 janvier 2008 afin de restaurer une disposition malencontreusement supprimée dans le dispositif de découplage des prestations, lors de la transposition des dispositions issues de la directive MIF et sa directive d'application.

Ces deux volets du dispositif sont brièvement présentés ci-dessous.

Le découplage des prestations (« unbundling ») et les nouvelles restrictions apportées aux commissions en nature (« softing »)

Le dispositif introduit en mai 2007 s'applique à la fois à la gestion collective (OPCVM) et à la gestion de portefeuilles individuels (gestion sous mandat).

L'article 314-79, 1° du règlement général distingue parmi les « frais d'intermédiation » les frais liés aux services de réception et de transmission d'ordres et d'exécution d'ordres, et les frais liés aux « services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres » rendus aux PSI fournissant un service de gestion de portefeuille (SGP fournissant le service de gestion de portefeuille collectif ou individuel, ou autre PSI fournissant le service de gestion de portefeuille individuel).

L'instruction n° 2007-02 de l'AMF précise la notion de « services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres » en prévoyant que les services d'analyse financière et de recherche économique en font partie. En outre, elle énumère plusieurs services qui ne sont pas considérés comme des services d'aide à la décision d'investissement ou d'exécution au sens du règlement général et qui ne peuvent en conséquence être rémunérés sur les frais d'intermédiation supportés par les mandants ou les OPCVM. Cette nouvelle approche plus restrictive à l'égard des commissions en nature (« soft commissions ») est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2008.

L'article 314-82 exige que les frais d'intermédiation mentionnés à l'article 314-79 « présentent un intérêt direct pour les mandants ou l'OPCVM » et que les services en cause fassent l'objet d'une convention écrite entre les prestataires concernés. Surtout, l'article 314-82 prévoit que les PSI, dès lors qu'ils ont recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres et que leurs frais d'intermédiation ont dépassé 500.000 € pour l'exercice précédent, établissent et tiennent à jour un document intitulé « Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation ». Ce document comporte notamment la clé de répartition constatée entre les frais relatifs aux services de réception-transmission et d'exécution d'ordres et ceux relatifs aux services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, ainsi que le pourcentage de ces derniers frais qui ont été reversés à un tiers dans le cadre des accords de commissions partagées (décrits plus loin).

Le document doit être disponible sur le site internet du PSI. Le rapport de gestion de chaque OPCVM concerné, ainsi que le compte rendu de gestion de chaque portefeuille individuel concerné, doivent renvoyer à ce document.

Enfin, l'article 314-75-1 du règlement général prévoit, parallèlement à la politique d'exécution ou de sélection relative à l'exécution des ordres prévue par la directive MIF, la mise en place au sein des PSI d'une politique de sélection et d'évaluation des fournisseurs de services d'aide à la décision d'investissement, notamment les fournisseurs d'analyses financières. Le site Internet du PSI doit comporter une information appropriée sur cette politique, le rapport de gestion de l'OPCVM ainsi que le compte rendu du portefeuille géré devant renvoyer à cette information.

## Les accords de commissions partagées

Le dispositif de découplage des prestations prévoit explicitement la faculté pour les PSI de conclure des accords de commissions partagées aux termes desquels le prestataire qui fournit le service d'exécution d'ordres reverse la partie des frais d'intermédiation qu'il facture, au titre des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, au tiers prestataire de ces services, notamment un fournisseur du service d'analyse financière, désigné par le donneur d'ordres.

Il ne s'agit pas d'une obligation additionnelle par rapport aux dispositions de la directive MIF. Il s'agit d'un volet du dispositif global visant :

- à donner aux investisseurs une plus grande visibilité sur les frais qui leur sont facturés,
- à rendre plus rationnel et plus transparent le financement de l'analyse financière,
- et à favoriser le développement, dans des conditions de viabilité économique, des analyses financières produites indépendamment des prestataires chargés de l'exécution des ordres, conformément aux recommandations d'un groupe de travail sur l'analyse financière indépendante publiées en 2005.<sup>2</sup>

Ce dispositif s'inscrit dans le cadre de la Charte des bonnes pratiques des associations professionnelles AFEI et AFG.<sup>3</sup> En effet, les PSI français—intermédiaires et gérants—ont souhaité que la réglementation évolue pour mieux asseoir la charte élaborée conjointement par les deux associations les représentant.

## Les risques spécifiques insuffisamment pris en compte par la directive MIF

La directive MIF et sa directive d'application comprennent quatre séries d'obligations qui sont liées à la problématique du découplage des prestations et des commissions en nature :

- les dispositions générales relatives aux conflits d'intérêts,
- les dispositions générales relatives à la transparence des frais et commissions,
- les dispositions plus spécifiques relatives aux rémunérations incitatives (« inducements »),
- et les dispositions relatives à la meilleure exécution des ordres.

Les dispositions de l'article 26 de la directive 2006/73/CE relatives aux rémunérations incitatives, comme celles de l'article 21 de la directive 2004/39/CE relatives à la meilleure exécution, paraissent susceptibles de fonder l'obligation de découplage des prestations d'exécution des ordres et d'aide à la décision d'investissement. En effet, elles tendent à prévenir le choix par un gérant de portefeuille d'un prestataire chargé de l'exécution des ordres à l'aune de critères liés aux biens et services fournis au gérant par l'intermédiaire, au détriment du meilleur service rendu au client. Ces dispositions ne semblent pourtant pas imposer un tel découplage.

---

<sup>2</sup> Le groupe de travail, présidé par Monsieur Jean de Demandolx-Dedons, membre du Collège de l'AMF, a publié son rapport intitulé « Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante » le 13 juillet 2005. Le rapport a été soumis à consultation publique. Une synthèse des réponses à la consultation a été publiée le 20 décembre 2005.

<sup>3</sup> Charte AFEI-AFG disponible à <http://www.afg.asso.fr/upload/14/Fichier1109.pdf>

A l'instar de la FSA britannique, l'AMF a choisi d'imposer à la fois le découplage des services de manière à redonner une valeur distincte aux services d'exécution d'ordres et aux services d'analyse financière et la transparence du découplage vis-à-vis du client final (mandants ou porteurs d'actions ou de parts d'OPCVM). Comme son homologue, l'AMF a également décidé d'interdire la plupart des biens et services susceptibles d'être fournis par l'intermédiaire au gérant de portefeuille en échange d'un flux d'ordres ; en effet, ces biens et services, à l'exception des services d'analyse financière, ne présentent aucun intérêt direct pour les détenteurs des portefeuilles gérés.<sup>4</sup>

L'AMF espère que l'autorisation explicite donnée aux contrats de commissions partagées dans le cadre de cette réforme permettra l'émergence de bureaux d'études indépendants sur un marché français encore très dominé par la recherche des très grands PSI.

Plus globalement, cette réforme semble de nature à renforcer la concurrence et donc la qualité des services rendus aux clients. Sans elle, les gérants pourraient avoir trop tendance à vouloir réduire leurs coûts par le recours aux commissions en nature, et les intermédiaires trop tendance à vouloir attirer les flux d'ordres en versant ces mêmes commissions. La réforme permet en définitive une diminution du gaspillage entraîné par de telles pratiques, le renforcement de la compétitivité des PSI—gérants et courtiers—et une réduction à terme des coûts supportés par les clients. Au prix d'un coût vraisemblablement très peu élevé pour les PSI (les « broker reviews » plus approfondis, les travaux de valorisation séparée des différents services et la publicité du détail des rémunérations seront consommateurs de temps), la réforme devrait procurer des avantages non négligeables en termes d'efficacité des marchés et plus précisément de la gestion des portefeuilles.

\*

D'une manière générale, les dispositions en cause du règlement général de l'AMF, si elles introduisent quelques prescriptions supplémentaires par rapport aux dispositions de l'article 26 de la directive 2006/73/CE, ne sont pas contraires à ce dernier. Elles s'inscrivent dans le droit fil des dispositions de la directive MIF et de sa directive d'application, en poursuivant le double objectif d'améliorer l'information des clients et de renforcer l'obligation de meilleure exécution.

Par ailleurs, ces obligations ne restreignent ni n'affectent autrement les droits dont jouissent les prestataires de services d'investissement en vertu des articles 31 et 32 de la directive 2004/39/CE. Elles ne s'appliquent pas aux prestataires qui fournissent des services d'investissement en France en libre prestation de services conformément à l'article 31 de la directive MIF. Elles s'appliquent aux succursales en France des prestataires relevant d'autres Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen, mais ceci dans les conditions et limites prévues au paragraphe 7 de l'article 32 de la même directive et notamment pour les seuls services fournis en France par ces succursales.

---

<sup>4</sup> Certains des biens et services interdits par l'AMF sont vraisemblablement interdits par l'article 26 de la directive d'application de la directive MIF (séminaires, voyages...), mais probablement pas tous (données de marché notamment). L'article 26 prévoit aussi une certaine forme de transparence mais celle-ci semble mieux adaptée aux services ponctuels, tels que la vente d'un produit, qu'à la gestion de portefeuille.