

REMUNERATIONS ET AVANTAGES

Réponse de l'AMAFI à la consultation de l'AMF sur ses positions et recommandations

1. L'AMF a mis en consultation un projet de doctrine, constitué de recommandations et de positions, concernant l'application du dispositif des rémunérations et avantages. Ce projet a été élaboré au regard des conclusions tirées de l'examen de 48 rapports spécifiques établis sur le sujet par les établissements en 2011, à la demande de l'Autorité. Au travers de cette doctrine, l'AMF marque sa volonté de clarifier un dispositif existant depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF mais qui soulève différentes questions, tant du point de vue du régulateur lui-même, que des intervenants chargés de mettre en œuvre des règles qui peuvent avoir des répercussions notables sur leurs modèles économiques.

C'est donc avec une attention particulière que l'AMAFI a examiné ce projet de doctrine pour lequel elle formule ci-dessous des observations générales (I) ainsi que des observations spécifiques (II), assorties en conséquence dans un document annexé de propositions de modification du texte soumis à consultation.

I. Observations générales

➤ Clarifier l'objectif poursuivi

2. Il serait souhaitable que le ou les problèmes que ce projet de doctrine cherche à traiter, c'est-à-dire l'objectif poursuivi par le régulateur, soient exposés. L'intitulé du document centre le sujet sur la commercialisation et la distribution d'instruments financiers mais les raisons pour lesquelles ce cadre est posé ne sont pas explicitées, n'aidant ainsi pas à la compréhension des positions et recommandations exposées dans le document.

➤ Ne pas inclure dans cette doctrine les marchés de gros sans une analyse appropriée menée de façon approfondie

3. Le document est fortement orienté vers les activités de détail, tant dans son approche générale que dans certains des points qui sont traités spécifiquement¹. Par ailleurs, il se fonde sur l'examen de rapports dont seulement 6 (sur 48 rapports au total) ont été réalisés par des acteurs ayant des activités de gros (banques de marché et intermédiaires de marché) mais sans que l'on sache si ces rapports

¹ Par exemple, les constats dressés aux §§ 3.3.4, 4.2 et 4.3.4 sont propres aux activités de détail, et le vocabulaire utilisé dans des positions ou recommandations à valeur générale est celui des activités de détail (« gamme de produits proposés », « rétrocessions », « les chargés de clientèle ou gérants »).

prenaient en compte les problématiques des activités de gros ou s'ils étaient d'abord centrés sur celles de détail.

En tout état de cause, compte tenu des formulations adoptées à divers endroits par le projet de doctrine, on peut supposer que les difficultés liées au dispositif *inducements* dans les activités de gros n'ont pas été analysées précisément à ce stade. Cette orientation est d'ailleurs compréhensible, non seulement parce que les problématiques prioritaires en la matière ne concernent pas ces activités, mais aussi parce que ces activités soulèvent des problématiques spécifiques, complexes à analyser comme l'Association a eu l'occasion d'en discuter à plusieurs reprises avec les services de l'Autorité au cours de ces dernières années.

4. Toutefois, les positions et recommandations qui découlent des constats effectués sont exprimées en termes très généraux qui paraissent devoir être lus comme s'appliquant également aux activités de gros, dans lesquelles interviennent majoritairement des contreparties éligibles ou des clients professionnels. Or, certaines de ces positions et recommandations, si elles semblent effectivement adaptées aux activités de détail ainsi qu'aux relations avec les clients de ces activités², auraient, appliquées telles quelles aux activités de gros, des implications majeures sur leur fonctionnement. Elles obligeraient en effet les établissements à communiquer la rémunération de leurs activités (exemples des placements monétaires, de la structuration de produits structurés dédiés, de la prise ferme, de la couverture d'instruments financiers à terme) et non un montant de rétrocessions ou une commission de distribution³.

Une telle transparence peut peut-être, être considérée comme souhaitable. Force est toutefois de constater qu'elle n'existe pas aujourd'hui dans les activités de gros, telles qu'elles sont actuellement régies par le cadre normatif européen issu de la directive MIF. A notre connaissance en effet, aucune position de cette nature n'a été prise dans d'autres pays d'Europe et en tout état de cause, elle ne fait pas non plus l'objet d'un consensus au niveau européen⁴. Dans ce contexte, obliger les établissements sous le contrôle de l'AMF à dévoiler leur rémunération les placerait en pratique dans une situation très désavantageuse en termes compétitifs, les activités de gros étant fortement internationalisées et couramment fournies sous passeport européen. A terme rapproché, le risque est fort de remettre en cause la pérennité de ces activités sur le sol national.

5. Pour autant, il ne s'agit bien sûr pas d'arguer que les rémunérations liées aux activités de gros n'ont pas à être examinées du point de vue des règles sur les *inducements*. Il s'agit seulement de souligner que cet examen doit alors être mené au niveau européen sous l'autorité d'ESMA, seule solution pour assurer que le champ concurrentiel ne sera pas faussé entre les acteurs.

² Les notions d'activités de gros et d'activités de détail ne recouvrent pas exactement la distinction entre contrepartie éligible, client professionnel et client non professionnel, les activités de détail pouvant dans certains cas concerner également des clients professionnels.

³ La rétrocession d'une rémunération implique que le montant versé par le client n'est pas conservé entièrement par celui qui la reçoit qui en reverse tout ou partie à un tiers, souvent celui en relation directe avec le client (par exemple un OPCVM qui rétrocède au distributeur une partie des frais de gestion perçus du client). Cela est à distinguer d'une rémunération perçue du client entièrement conservée par celui qui la perçoit. Des modifications sont proposées à cet égard dans le document annexé (II).

⁴ Les projets de règlement et de directive MIF n'abordent pas ce sujet. De même, la question du service d'investissement éventuellement rendu à l'investisseur quand un service de placement est offert à un émetteur, si elle a fait partie des sujets mis en consultation par la Commission européenne lors de la préparation de la révision de la directive MIF, n'est pas abordée dans les projets en cours d'examen.

Dans une telle analyse, il faut alors à tout le moins observer que l'application de ces règles ne peut aboutir à un résultat qui apparait sans lien avec leur objectif même : assurer qu'un prestataire n'est pas incité (« induced ») à délivrer un conseil biaisé à son client du fait des rémunérations qu'il perçoit de tiers. Le besoin de transparence est consubstantiel de cet objectif fondamental, mais il ne saurait s'y substituer en totalité. Or, si les règles relatives aux *inducements* jouent de toute évidence un rôle majeur dans les activités de détail pour assurer que les conseils donnés soient honnêtes et loyaux, dans les activités de gros, dont le fonctionnement et les acteurs sont très différents, celles relatives aux conflits d'intérêts et à la meilleure exécution sont tout aussi importantes puisqu'elles participent également de la protection de l'intérêt du client contre des comportements déloyaux. Il est ainsi important d'articuler l'ensemble de ces règles.

6. Aussi, et sans remettre en cause l'ensemble des positions et recommandations du document pour les marchés de gros, il serait nécessaire de préciser deux points en préambule :

- **d'une part, qu'au regard des contrôles effectués et des rapports examinés, ces positions et recommandations sont particulièrement applicables aux activités de détail, qu'elles concernent des clients professionnels ou non professionnels ;**
- **d'autre part, que cela n'exclut pas qu'elles puissent également s'appliquer aux rémunérations ne relevant pas d'activités de détail que l'AMF estimerait contraires au principe selon lequel les prestataires de services d'investissement doivent agir de manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux l'intérêt des clients, ce principe fondant les dispositions relatives aux avantages et rémunérations.**

Cette approche ne préjuge pas de l'élaboration future d'une doctrine spécifique aux marchés de gros. Toutefois, comme cela vient d'être indiqué, il est alors indispensable pour préserver l'égalité du champ concurrentiel, qu'elle soit conçue au niveau européen et s'intègre à tout le moins, sous l'égide d'ESMA, dans un dispositif de « *comply or explain* » pour les différentes autorités compétentes chargées d'en surveiller la bonne application.

7. De façon plus générale, depuis la création du Pôle commun AMF-ACP, l'AMAFI observe que dans l'élaboration de sa doctrine relative à la protection de la clientèle, l'AMF s'appuie très largement, sinon quasi exclusivement, sur des constats posés dans un contexte d'activités bancaires de détail, mais sans toutefois limiter à ces activités la portée des positions prises. Le dernier exemple en est la consultation en cours concernant le « *Projet de sur position le recueil des informations relatives à la connaissance du client* » dont les dispositions, portant sur les relations avec les personnes physiques, sont inapplicables aux activités de gros, sans toutefois que celles-ci soient formellement hors champ de cette position⁵.

Si l'attention forte portée par l'AMF aux activités de détail est naturelle compte tenu de sa mission de protection de l'épargne, il est en revanche dommageable que cette attention occulte trop souvent celle qui doit être portée spécifiquement aux activités de gros. Comme l'AMF a eu elle-même l'occasion de le souligner à plusieurs reprises, les interactions entre activités de gros et activités de détail sont nombreuses, notamment parce que certains des produits commercialisés auprès des particuliers sont conçus au sein des activités de gros. Il ne peut ainsi être souhaité que la part des services liés aux activités de gros fournis depuis l'étranger s'accroisse encore, à raison d'un jeu concurrentiel faussé par des contraintes particulières pour les acteurs implantés en France. La constatation que l'enjeu du financement de l'économie par les marchés, qui relève d'abord des activités de gros, revêt une

⁵ Dans une moindre mesure, une approche semblable avait également été observée s'agissant de la position de l'AMF et de la recommandation de l'ACP sur le traitement des réclamations.

importance de plus en plus forte, rend d'ailleurs une telle évolution d'autant moins souhaitable. Aussi, il est essentiel que l'AMF veille à ce que ses positions relatives à la protection de la clientèle soient clairement prises dans une approche clientèle de détail ou soient élargies à toutes les activités, mais en prenant alors en considération les particularités de chacune d'entre elles et en s'appuyant sur des constats propres à chacune.

➤ **Clarifier la distinction entre constats ponctuels et spécifiques et prises de position générales**

8. Le projet de doctrine associe des constats ponctuels retirés des rapports examinés, eux-mêmes dressés en fonction de l'activité et du contexte de chaque répondant, et des recommandations et positions exprimées en termes très généraux, sans que le raisonnement permettant d'aboutir à ses recommandations et positions soit toujours clairement exposé. Cela nuit à la valeur pédagogique de la doctrine et à une bonne compréhension par les établissements des sous-jacents des recommandations et positions prises. Cela aboutit également à prendre des positions très générales valables pour tous les assujettis sans avoir examiné l'ensemble des activités concernées.

Dans le même ordre d'idée, comme elle a déjà pu l'indiquer à ses interlocuteurs à l'AMF, l'Association regrette que la doctrine soit associée à la synthèse des rapports examinés. S'agissant d'un sujet particulièrement stratégique pour les activités financières, qui fait l'objet d'une attention très soutenue au niveau européen dans le cadre de la révision de la directive MIF, elle estime qu'il aurait été préférable de dissocier des constats forcément ponctuels et parcellaires de l'établissement d'une doctrine par principe très structurante, et qui a vocation à s'inscrire dans la durée.

➤ **Distinguer ce qui relève de positions de ce qui relève de recommandations**

9. Dans l'état actuel du projet, les différents éléments de doctrine ne sont pas identifiés assez clairement les uns par rapport aux autres : d'une part pour les distinguer, par exemple par des encadrés, des constats et reprises de la doctrine déjà existante, d'autre part, pour dissocier les éléments de doctrine qui constituent une recommandation et ceux qui constituent une position. Cette approche est pourtant essentielle en termes de prévisibilité et de transparence.

Exemples :

- Au point 4.3.4. relatif à l'amélioration du service au client pour la réception-transmission d'ordre et l'exécution pour compte de tiers, la distinction entre les dispositions qui constituent des positions et celles qui constituent des recommandations est insuffisante.
- Au point 2.1.1. (1^{er} alinéa) qui concerne la doctrine existante, il est indiqué que le CERVM « encourage les bonnes pratiques suivantes, que l'AMF recommande également ». Il conviendrait donc que ces bonnes pratiques soient clairement identifiées comme des recommandations par un encadré.

Si, conformément aux « Principes d'organisations et de publicité de la doctrine de l'AMF⁶ », une telle clarification sera sans doute opérée dans le document publié, il est néanmoins dommageable que cela ne soit pas réalisé au niveau du document mis en consultation. Cela nuit à sa lisibilité et la qualité des contributions qui peuvent ainsi être apportées à la réflexion de l'Autorité. .

➤ ***Laisser un délai de mise en œuvre suffisant***

10. La date de remise des réponses à cette consultation étant arrêtée au 7 septembre, la fixation de la date d'entrée en vigueur des positions et recommandations de l'AMF au 1^{er} janvier 2013 ne peut laisser un délai suffisant aux établissements pour s'organiser, compte tenu d'une publication qui ne devrait pas pouvoir intervenir avant plusieurs semaines. Un tel délai est pourtant particulièrement important dans la mesure où certaines recommandations et positions, si elles étaient conservées en l'état, peuvent modifier en profondeur le modèle économique de certaines activités et requérir des adaptations importantes (en termes contractuels, de documentation client, d'organisation des circuits comptables, etc.).

En conséquence, l'AMAFI estime nécessaire d'une part, que la date d'entrée en vigueur soit fixée en fonction de la date de publication de la doctrine plutôt que par référence à une date préfixée et d'autre part, qu'un délai de 6 mois après cette publication soit laissé aux établissements pour procéder aux adaptations nécessaires.

II. Observations spécifiques

➤ ***Impact de certaines positions sur les activités de marché de gros***

11. Plusieurs des positions prises ont des répercussions importantes sur les activités de marché de gros.

- « *Le PSI qui a un accord de distribution ou de placement avec un émetteur fournira un service d'investissement au client final (...). Dès lors, ces paiements relèvent de l'article 26b (...)* » (2.2.1. *La doctrine existante, p. 6 dernier alinéa*).

12. Cette affirmation, très générique, est présentée comme reprenant une recommandation de CESR (*Recommandations, Inducements under MiFID, CESR/07-228b, § 21 p. 10*), ce qui apparaît très discutable.

En effet, dans ses recommandations, CESR se place dans le contexte de **dispositifs de distribution** (« distribution arrangements ») par lesquels un PSI reçoit une commission, par exemple d'un fournisseur de produit ou d'un émetteur, sans donner de conseil en investissement ni de recommandations « générales » à ses clients, pour dire que ces commissions peuvent être considérées comme améliorant la qualité du service fourni aux clients. CESR ne mentionne pas dans ce cadre le service de placement

⁶ Il y est en effet précisé que la publication d'un document de doctrine mixte par l'AMF contenant à la fois des positions et des recommandations doit faire l'objet d'une identification précise au sein de ce même document, en ayant recours à l'usage d'encadrés par exemple, afin d'éviter toute ambiguïté.

en tant que tel, ni en particulier, ni de façon générique. Il n'évoque pas non plus les opérations de marché primaire, l'utilisation des termes « *dispositifs de distribution* » laissant d'ailleurs penser que le marché primaire n'est pas particulièrement considéré. Le développement porte sur l'interprétation du considérant (39) de la directive MIF, et en particulier du critère d'amélioration du service, dans le contexte de dispositifs de distribution (et non du service de placement). Il ne consiste pas à analyser la problématique du service d'investissement éventuellement rendu à l'investisseur en liaison avec la fourniture d'un service de placement. CESR ne fait pas non plus de recommandation sur la façon de catégoriser une commission de placement. Enfin, l'analyse de CESR selon laquelle « *in such cases [c'est-à-dire les cas de dispositifs de distribution sans conseil ni recommandations], the investment firm will be providing an investment service to its end-clients* » n'est pas reprise dans la recommandation qui suit cette analyse et qui est identifiée distinctement en encadré (*v. Recommandations, Inducements under MiFID, CESR/07-228b, Recommandation 5*). Cette affirmation ne peut donc être considérée comme constituant une recommandation de CESR (*v. en Annexe pour une reproduction du texte de CESR*).

13. L'AMAFI estime donc que cette doctrine exprimée comme « existante » n'est en réalité pas constituée. Elle souhaite en conséquence qu'elle soit retirée, d'autant que le texte exact de la recommandation 5 de CESR est repris en tant que doctrine existante à la section 4.1. du document AMF.

- « *Dans les autres cas où le prestataire fournit un service, en particulier de conseil mais aussi potentiellement de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers, à un client, professionnel ou non, pour la souscription de titres financiers pour lesquels il perçoit une rémunération de la part de l'émetteur, ces rémunérations seront considérées comme étant « en liaison avec le service fourni au client » et à ce titre, tomberont sous le coup du 2 de l'article 314-76* » (*2.2.3, position de l'AMF sur les opérations de placement primaire du type actions ou obligations, p. 8, avant-dernier alinéa*).

14. Combinée avec la position précédente (*v. supra § 12 et 13*), cette affirmation implique que la fourniture du service de placement à un émetteur, concernant une opération du marché primaire du type actions ou obligations, doit s'accompagner d'une transparence, auprès de l'investisseur final, des rémunérations perçues de l'émetteur.

15. En premier lieu, il doit alors en être déduit que les opérations de placement du marché monétaire (certificats de dépôts, billets de trésorerie, BMTN, ...) ne sont pas visées, les titres de créance négociables (TCN) n'étant pas des obligations puisqu'une obligation issue d'une émission est toujours identique à une autre obligation de la même émission (*Comofi, art. L. 231-1 et L. 213-5*), ce qui n'est pas le cas pour les TCN. Cette constatation est d'ailleurs renforcée par le fait que les modalités de transparence préconisées par l'AMF à la section 3.3.1 concernant les « *émissions primaires* » s'appuient sur le prospectus d'émission, un document non disponible pour les émissions monétaires.

Conformément à sa remarque préliminaire (*v. supra § 3 et s.*), l'AMAFI considère que l'absence de position spécifique de l'AMF sur ce type d'opérations, qui par nature impliquent des investisseurs professionnels des marchés, est cohérente avec l'approche « activités de détail » manifestement prise pour l'élaboration de cette doctrine. Cette constatation renforce donc le souhait de l'Association de voir davantage préciser le champ de la doctrine, plutôt que d'engager une analyse supplémentaire sur ces opérations, sans réelle utilité à ce stade, mais qui en outre doit en tout état de cause être menée au niveau européen.

16. En second lieu, il doit aussi en être déduit que les émissions de produits structurés sont visées par cette affirmation, dès lors que ces derniers sont assimilables à des obligations. Pour les activités de détail, la transparence que cela implique aboutit à dévoiler la commission de l'intermédiaire distribuant le produit au client, ce qui ne semble pas contestable.

En revanche, l'application de cette position aux activités de gros aboutirait à une transparence bien différente. En effet, le prestataire de services en investissement en relation directe avec son client en salle des marchés, n'agit pas là en tant que distributeur, mais en tant que structureur du produit au regard des besoins de son client. Le service qu'il offre ainsi est un service sur mesure, individualisé, qui tient compte de la situation particulière d'un client donné. Appliquer ici l'obligation de transparence prévue aurait donc pour conséquence, non pas de dévoiler une commission de distribution, qui en réalité n'existe pas, mais la rémunération d'une prestation beaucoup plus complexe (ce qui d'ailleurs poserait problème techniquement, cette rémunération n'étant généralement pas individualisée par produit dans la mesure où elle est dépendante de la couverture prise sur les marchés, souvent réalisée de façon globale). Or ici, et comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 4 et 7*), si la réflexion peut paraître souhaitable, il serait dangereux qu'elle soit menée isolément par l'AMF⁷.

- Pour les opérations « *de placement primaire du type actions ou obligations* », « *lorsque le prestataire prend ferme la quote-part d'une émission pour céder ensuite les titres à des contreparties éligibles il ne sera tenu à aucune obligation de transparence sur le bénéfice (dans ce cas par écart de cours) qu'il aura dégagé au titre de la prise ferme, les règles relatives aux inducements ne s'appliquant pas aux relations avec les contreparties éligibles* » (*2.2.3, position de l'AMF sur les opérations de placement primaire du type actions ou obligations, p. 8, avant-dernier alinéa*).

17. Ainsi, lorsque l'investisseur est une contrepartie éligible, les règles relatives aux *inducements* ne s'appliquent pas lorsqu'il y a service de prise ferme. Cette affirmation, qui ne s'impose toutefois pas réellement puisqu'elle découle directement de la réglementation⁸, laisse en l'occurrence indirectement penser que, dans tous les cas où l'investisseur concerné n'est pas une contrepartie éligible, la transparence prévue au 2° de l'article 314-76 s'appliquerait, en aboutissant donc à dévoiler les commissions de prise ferme.

Dans le cas des activités de gros, une telle transparence, organisée sans consensus européen préalable, aurait des impacts concurrentiels négatifs pour les établissements français, d'autant plus insupportables qu'il s'agit d'une activité internationalisée particulièrement compétitive. et qu'il existe en outre deux difficultés très spécifiques : d'une part, la frontière entre prise ferme et compte propre reste à établir précisément ; d'autre part, l'établissement prenant en prise ferme un instrument financier ne se limite pas à un rôle de distributeur puisqu'il assume un risque pour lequel il est rémunéré⁹.

⁷ En outre, les opérations concernées prenant souvent la forme de placements privés, la solution de transparence recommandée par l'AMF pour la clientèle professionnelle, à savoir l'utilisation du prospectus, ne fonctionne pas. D'ailleurs, si un prospectus n'est pas requis pour le placement privé, c'est bien en reconnaissance du fait que les investisseurs concernés sont à même de juger de l'intérêt du produit pour eux-mêmes et ne requièrent pas le même niveau de protection que la clientèle de détail.

⁸ En effet, l'article L. 533-20 du Comofi précise qu'un certain nombre d'obligations ne s'appliquent pas aux relations avec des contreparties éligibles, notamment celle d'agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle (*Comofi, art. L. 533-11*) sur laquelle sont assises les dispositions relatives aux rémunérations et avantages.

⁹ On voit bien ainsi que la question de l'incitation que la commission de prise ferme peut provoquer de manière à biaiser le conseil éventuellement donné à des investisseurs n'est absolument pas de même nature que les autres situations examinées par l'AMF.

- L'AMF considère que « *l'argument mis en avant par certains prestataires, selon lequel les rétrocessions perçues à l'occasion de la vente à un client d'un instrument financier à terme, seraient justifiées par le fait qu'ils ont à supporter le risque de contrepartie en découlant, s'il peut être pris en compte dans l'appréciation de l'amélioration du service au client prévue au 2° de l'article suscité, ne peut conduire à exclure ces rémunérations de son champ d'application* » (2.2.3, éléments soumis à consultation : positions et recommandations de l'AMF, p. 9).

18. Par cette formulation, l'AMF semble indiquer que l'écart de cours entre une opération client et une opération de couverture, portant sur des instruments financiers à terme, serait une rémunération perçue d'un tiers qui à ce titre relèverait du 2° de l'article 314-76.

Sans qu'il soit besoin de considérer l'argument du risque de contrepartie évoqué par le document, cette position, s'agissant d'une activité de gré-à-gré, en compte propre, est surprenante. La pratique des établissements consistant à couvrir leurs positions propres n'est pas assimilable à la problématique des commissions de distribution perçues de tiers pour favoriser la vente d'un produit. La couverture de l'établissement est d'ailleurs généralement gérée globalement et non opération par opération.

19. Comme indiqué en observation générale, il appar it donc essentiel que le champ de la position soit davantage précisé au regard des activités de gros, suivant par exemple ce que l'Association propose supra à 6. Par ailleurs, d'autres modifications sont rendues nécessaires dans la formulation des positions et recommandations (v. document annexé).

➤ **Catégorisation des rémunérations**

20. S'agissant de la catégorisation des rémunérations, il serait utile que les établissements puissent disposer de la part de l'AMF d'une grille de lecture fondée sur des critères objectifs : types d'activités / types de produits / catégories de clients / services d'investissement fournis au client.

Il serait également utile de fournir des exemples de manières de procéder pour catégoriser les rémunérations : par exemple, pour s'assurer que toutes les typologies de flux ont été considérées, il est possible d'utiliser la comptabilité, la facturation ou encore le journal des opérations, selon l'organisation des établissements.

➤ **Modalités de mise en œuvre de la transparence**

21. L'AMAFI est favorable aux modalités de délivrance de l'information sur les rémunérations proposées par l'AMF. Ce souci de transparence des rémunérations traduit au 2° de l'article 26 de la Directive MIF rejoint d'ailleurs celui qui a présidé à l'élaboration de la Directive Prospectus, à savoir « *permettre (aux) investisseurs (...) de prendre (...) leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause* » (Directive 2003/71/EC, considérant 19). Or, dans certains cas, comme les placements privés, les émetteurs sont exemptés d'établir un prospectus. Ainsi, pour les mêmes raisons pour lesquelles ces exemptions sont autorisées, il devrait être considéré que la position de l'AMF ne s'applique pas à ces situations.

22. Par ailleurs, à la section 2.2.3, 1^{er} paragraphe, il est indiqué que « *lorsque les circuits de distribution font intervenir plusieurs prestataires* », la responsabilité de la transparence des rémunérations est celle des prestataires qui « *fournissent un service d'investissement ou un service connexe au client final* ».

Or, cette information étant souvent présente dans les documents d'émission ou les descriptifs des produits établis par les producteurs, ce sont la plupart du temps ces documents mêmes qui sont utilisés par les distributeurs pour réaliser cette transparence. L'utilisation de ces documents par les distributeurs doit donc être considérée par la doctrine comme permettant à ces derniers de remplir leur obligation.

23. Sur ce point, il est également écrit plus loin à la section 3.1, 5^{ème} paragraphe que « *Lorsque plusieurs prestataires de services d'investissement participent au processus de distribution, chacun d'entre eux doit se conformer à son obligation de communication d'informations à l'attention des clients auxquels il fournit des services d'investissement ou des services connexes* ».

Cette formulation semble ainsi impliquer que, dans une chaîne d'intermédiaires, l'un devrait être considéré comme client du précédent, ce qui impliquerait un devoir de transparence de l'un à l'égard de l'autre, conduisant ainsi le producteur à avoir également des obligations de transparence vis-à-vis d'un « distributeur ». Outre que cela n'est pas cohérent avec la position exprimée à la section 2.2.3, 1^{er} paragraphe qui, de manière appropriée pour l'AMAFI, ne considère que le client final, cela pose en tout état de cause des questions en termes de détermination des responsabilités. Ne faut-il pas comprendre que le producteur qui n'est pas en relation directe avec le client final n'a pas la responsabilité de fournir cette information à ce dernier, sa responsabilité étant limitée à celle contractuellement établie avec le distributeur (en vertu par exemple de l'article L. 533-13-1 du Comofi relatif aux conventions producteurs-distributeurs relatives à certains instruments financiers) ?

24. Le premier alinéa de la section 3.3.2 concernant le moment de la fourniture de l'information nécessite par ailleurs d'être éclairci. Cherche-t-on à articuler la délivrance de conditions tarifaires générales et celle d'informations sur les rémunérations spécifiques à chaque transaction ? Quel est le cas visé ici : celui d'un client entré en relation avant la MIF et à qui les conditions tarifaires générales n'auraient pas été circularisées depuis ? Enfin, la convention mentionnée dans cette section n'étant applicable qu'aux relations avec des clients non professionnels (*RG AMF, art. 314-59*), il conviendrait en tout état de cause de préciser que la portée de cette section est limitée aux clients non professionnels.

25. Le document identifie comme bonne pratique la mention des rétrocessions sur les bulletins de souscription. Comme indiqué plus haut, certains producteurs faisant figurer ces informations directement dans les descriptifs du produit, l'AMAFI considère qu'une autre bonne pratique qui pourrait être mise en avant consiste à remettre ces documents aux clients préalablement à la fourniture du service tout en assurant la traçabilité de cette transmission.

➤ **Comparaison des niveaux des rétrocessions avec la pratique**

26. La disposition 4.3.1 du document précise que « *la pratique consistant à vérifier que le niveau des rétrocessions envisagées ou pratiquées sur un produit donné est en ligne avec les pratiques habituelles des autres prestataires français pour des produits comparables, est recommandée par l'AMF* ».

Pour l'Association, une recommandation de cette nature porte atteinte aux principes fondamentaux du droit de la concurrence relatifs à la liberté des prix. Ainsi, l'article L. 410-2 du Code de commerce précise que : « *Sauf dans les cas où la loi en dispose autrement, les prix des biens, produits et services relevant antérieurement au 1er janvier 1987 de l'ordonnance n° 45-1483 du 30 juin 1945 sont librement déterminés par le jeu de la concurrence* ». Cette recommandation doit donc être supprimée.

➤ **Les rémunérations perçues dans la durée pour la fourniture du service de conseil en investissement**

27. Le document enjoint les établissements de mettre en place un mécanisme de réaction lorsque la valeur des instruments financiers « évolue d'une façon non prévisible » (*section 4.3.3 pp. 20 et 21*) et fournit des critères pour le déterminer mais ceux-ci sont sujets à interprétation. Un tel mécanisme doit être assis sur des critères objectifs pour en assurer la faisabilité et ne pas déclencher d'effets pervers (par exemple, créer un mouvement massif de défiance à l'égard d'un produit ou susciter des réorientations d'investissement qui s'avèreraient plus tard perdantes par rapport à l'investissement initial).

Si cette position / recommandation était conservée, il conviendrait donc de bien préciser l'objectif recherché et de fixer des critères objectifs d'alerte, afin de permettre une mise en œuvre effective. Ces critères pourraient par exemple être assis sur une volatilité du produit sensiblement différente de celle de sa classe d'actifs sur une période donnée ou sur la constatation que le produit ne pourra plus, de façon définitive, satisfaire la promesse de gain qu'il offrirait.

28. Le document recommande également de mettre en place un mécanisme de réaction lorsque le profil du client évolue et, notamment lorsque le prestataire a connaissance de cette évolution via des informations détenues par une autre société de son groupe (*section 4.3.3 pp. 20 et 21*).

Pour l'AMAFI toutefois, cette disposition va à l'encontre de la loi Informatiques et libertés sur la protection des données personnelles. Elle doit donc être supprimée.

➤ **Communiquer une information comparative sur la totalité de la gamme de produits comparables à celui qui est conseillé**

29. Le point 3.3.4. du document précise que l'AMF considère que la communication d'une information comparative portant sur la totalité de la gamme de produits comparables à celui qui est conseillé est une bonne pratique car cela donne aux clients les moyens de comprendre de quelle façon son prestataire peut être incité à lui conseiller d'agir d'une façon précise.

Bien que cela ne soit pas précisé, il semble devoir être compris que l'information comparative visée est celle relative aux rémunérations. La bonne pratique consisterait ainsi à identifier les « produits comparables » à celui conseillé pour les présenter au client de façon à ce qu'il ait connaissance de leurs tarifications respectives.

30. Cette bonne pratique vise manifestement à réduire le risque que le PSI (ou son collaborateur) puisse être incité à conseiller à son client d'agir d'une façon particulière du fait des rémunérations qu'il perçoit. Cela implique donc que le PSI soit dans une relation de conseil en investissement avec son client. Or, l'essence même du service de conseil en investissement est de sélectionner pour son client le ou les produits adaptés à sa situation. Faire en sorte que cette proposition comporte une gamme de produits comparables modifierait alors profondément la nature du service, dans un sens qui ne peut être satisfaisant pour le client, demandeur en pratique d'un conseil précis.

Pour l'AMAFI, cette bonne pratique est donc incompatible avec la nature même du service de conseil en investissement qui implique un engagement de l'établissement dans le choix des produits qu'il conseille au client – et non pas la présentation de produits comparables à celui qu'il considère comme adapté...

31. En outre, cette bonne pratique n'est pas applicable aux marchés de gros pour lesquels le concept de gamme de produits n'a pas de sens. Lorsque, dans ces activités, un conseil en investissement est fourni, c'est justement parce que le client a besoin d'être orienté et recherche un conseil, une expertise pour une demande spécifique, impliquant une structuration sur mesure et non pas pour que lui soit présentée une « gamme » de produits.

32. Pour ces différentes raisons, cette bonne pratique, qui peut sans doute être constatée dans certaines situations, mais qui d'ailleurs n'est pas relevée parmi les constats réalisés (*cf. section 3.2.4*), n'est absolument pas adaptée ni à la fourniture du service de conseil en investissement, ni aux activités de gros. L'AMAFI considère en conséquence qu'elle ne doit pas figurer dans cette doctrine.

➤ **Rémunérations incitatives avec effet de seuil**

33. Le projet de doctrine dispose qu'un distributeur qui conclut une convention de distribution avec un placeur ou un émetteur, qui comporte « *une clause par laquelle la rémunération associée est en grande partie conditionnée par l'atteinte d'un objectif en volume (rémunérations assorties d'un effet de seuil) sera considéré comme n'étant pas en situation d'agir au mieux des intérêts de ses clients* » (§ 4.3.3 dernier paragraphe).

Or, la rémunération d'un distributeur est presque toujours liée au volume vendu et donc « *conditionnée par l'atteinte d'un objectif en volume* ». Il est donc nécessaire que la doctrine précise davantage ce que constitue une rémunération incitative avec effet de seuil, c'est-à-dire une rémunération qui est incitative car elle n'évolue pas de façon linéaire en fonction du volume vendu ou souscrit : il existe une incrémentation unitaire de la rémunération au-delà d'un certain volume de titres/produits atteint.

34. En tout état de cause, cela ne doit par exemple pas viser les modes de rémunération des distributeurs de produits structurés, qui indiquent au structureur leur estimation de collecte, sur la base de laquelle ce dernier mettra en place la couverture nécessaire pour fixer le profil de gain du produit. Si cette estimation s'avérait erronée, la rémunération du distributeur pourrait en être impactée à la baisse, en vertu de l'accord de distribution signé, du fait du dénouement de couverture éventuellement nécessaire et des frais qui peuvent en résulter. Cela ne constitue toutefois pas une rémunération incitative avec effet de seuil car il n'y a pas d'incrémentation unitaire de la rémunération au-delà d'un certain seuil, uniquement la prise en charge d'un éventuel aléa par le distributeur.



ANNEXE

Recommandations de CESR, *Inducements under MiFID, CESR/07-228b, mai 2007* §§ 20 et s.

Recital 39 of the Level 2 Directive

20. In relation to the nature of the investment service, it is important to take into account Recital 39 of the Level 2 Directive. This refers to situations where investment firms are paid by commissions received from product providers (such as, by the management company of a collective investment scheme). CESR's view is that recital 39 makes clear that such a type of remuneration can be legitimate, provided that the investment firm's advice or general recommendation to its client is not biased as a result of the receipt of that commission. If this condition is met then the advice or recommendation should be considered as having met the condition of being designed to enhance the quality of the service to the client. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interest of the client – must also, of course, be met, as must other obligations under MiFID.

21. Recital 39 is limited to an investment firm that is giving unbiased investment advice or general recommendations. However, it does not exclude that other cases may be treated in similar terms. An example is where an issuer or product provider pays an investment firm for distribution where no advice or general recommendation is provided. In such cases the investment firm will be providing an investment service to its end-clients; in the absence of payment by the product provider or issuer these investment services, most likely, would not be provided; therefore, in the distribution of financial instruments the payments could be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client by allowing that investment service being performed over a wider range of financial instruments. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interest of the client – must also, of course, be met, as must other obligations under MiFID.

BOX 5

Recommendation 5: Recital 39 to the Level 2 Directive

CESR considers that:

(a) Recital 39 makes clear that where an investment firm provides investment advice or general recommendations which are not biased as a result of the receipt of commission then the advice or recommendations should be considered as having met the condition of being designed to enhance the quality of the service to the client. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty to act in the best interests of the client – must be met;

(b) Recital 39 is relevant to cases in which an investment firm is giving unbiased investment advice or general recommendations. It is not exhaustive and does not prohibit other distribution arrangements under which an investment firm receives a commission (from, for example, a product provider or issuer) without giving investment advice or general recommendations. For these cases, payments can be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client by allowing a given investment service to be performed over a wider range of financial instruments. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interests of the client – must be met.