

Encadrement des commissions de mouvement dans la gestion sous mandat Consultation AMF - Observations de l'AMAFI

L'AMF consulte l'AMAFI sur une série de propositions relatives à l'encadrement des commissions de mouvement dans la gestion sous mandat (GSM), qu'elle prévoit ensuite de décliner par la modification de son Règlement général et de sa doctrine.

L'Association remercie l'AMF pour l'opportunité qui lui est donnée de commenter ces propositions et formule dans le présent document ses observations générales (I.) et détaillées (II.).

I. OBSERVATIONS GENERALES

De manière générale, l'AMAFI partage l'objectif de chercher à traiter le conflit d'intérêts pouvant résulter de la situation où le PSI exerçant le service de gestion de portefeuille est financièrement intéressé au volume des transactions qu'il initie dans le cadre de sa gestion.

Elle note cependant que les conflits d'intérêts font déjà l'objet d'un encadrement strict par les textes, lesquels donnent à l'AMF les moyens de sanctionner, le cas échéant, les prestataires qui ne gèreraient pas correctement ceux-ci, une possibilité que l'AMF indique d'ailleurs se réserver dans sa note de consultation. L'AMAFI s'interroge donc sur le fait que le choix envisagé face à des conflits d'intérêts potentiels soit celui d'une interdiction de certaines organisations plutôt que celui de la procédure administrative en cas de mauvaise gestion de ceux-ci, aux effets dissuasifs intrinsèques.

L'Association note en particulier certains éléments pouvant indiquer que l'interdiction pourrait être une mesure excessive au regard de l'objectif :

- Le niveau des commissions de mouvement observé par l'AMF est bas, représentant 0,0169 % des encours gérés sous mandat, démontrant le caractère non structurel de ce conflit d'intérêts.
- Les informations fournies dans la note ne permettent pas d'identifier, au sein des commissions de mouvement facturées par les PSI de l'échantillon, la part rétribuant les services autres que la GSM éventuellement fournis par ceux-ci (par exemple, tenue de compte-conservation, réception-transmission ou exécution d'ordres pour compte de tiers) et ne faisant pas l'objet d'une facturation distincte. Si cette donnée est probablement complexe à établir, à tout le moins, les constats effectués pourraient être éclairés par une information complémentaire sur la fourniture éventuelle de ces services.

L'AMAFI observe par ailleurs les nombreuses utilisations impropres¹, dans la note de consultation, de termes spécifiques à la gestion collective. Ceci semble témoigner d'une insuffisante prise en considération des problématiques spécifiques à la fourniture de services d'investissement, la gestion sous mandat semblant être assimilée à la gestion collective.

Enfin l'Association note que ces nouvelles dispositions viendraient mettre à mal l'égalité du champ concurrentiel dans lequel opèrent les PSI fournissant la GSM en France dans la mesure où :

- Elles ne pourront s'appliquer aux PSI fournissant le service de GSM en libre prestation de services² ;
- Leur application aux PSI exerçant leur activité de GSM en France en libre établissement semble contestable au regard du droit européen³.

Cette situation de *goldplating* irait à l'encontre des engagements pris par les autorités françaises depuis plusieurs années et rappelés dans le communiqué de l'AMF du 19 mars dernier⁴ annonçant la suppression de l'obligation d'une « tranche » *retail* dans les introductions en bourse.

L'AMAFI souhaite par ailleurs formuler les observations détaillées ci-après.

II. OBSERVATIONS DÉTAILLÉES

1. SUR LE PRÉAMBULE DE LA NOTE DE CONSULTATION

L'AMF indique dans le préambule de sa note de consultation que, via sa Position-Recommandation 2023-10, elle « *avait décidé le 17 décembre 2019, d'interdire aux gestionnaires de percevoir des commissions de mouvement lorsque leurs mandats de gestion sont investis dans des parts d'OPC intragroupe (« fonds maisons »), tout en maintenant la possibilité pour les gestionnaires de percevoir des commissions de mouvement sur les OPC hors groupes et les titres vifs (sous certaines conditions renforcées de transparence, voir 1.2) ».*

¹ Encadré de la p. 5 « *les mentions relatives à la possibilité pour les SGP de percevoir des commissions de mouvement dans l'article 314-30 du RGAMF* » ; titre 3.4 : « *Information des porteurs sur les frais en GSM* » ; 1^{er} alinéa du § 3.4 : « *Cette partie porte sur l'information des porteurs ...* » ; encadré de la page 9 : « *l'avis de la place est sollicité afin de savoir s'il existe certaines situations spécifiques où les gérants de placements collectifs peuvent être amenés à supporter des coûts réels substantiels en cas d'opération de souscription ou rachats sur OPC* ».

² « *Les États membres veillent à ce que toute entreprise d'investissement agréée et surveillée par les autorités compétentes d'un autre État membre conformément à la présente directive, et conformément à la directive 2013/36/UE dans le cas des établissements de crédit, puisse librement fournir des services d'investissement et/ou exercer des activités d'investissement ainsi que des services auxiliaires sur leur territoire, sous réserve que ces services et activités soient couverts par l'agrément. Les services auxiliaires peuvent être seulement fournis conjointement à un service d'investissement et/ou à une activité d'investissement.*

Les États membres n'imposent pas d'obligations supplémentaires à ces entreprises d'investissement ni à ces établissements de crédit pour les matières régies par la présente directive. » (MiFIDII, art. 34.1)

³ « *Les États membres n'imposent pas d'obligations supplémentaires, hormis celles autorisées en vertu du paragraphe 8, quant à l'organisation et au fonctionnement de la succursale pour les matières régies par la présente directive.* » (MiFIDII, art. 35.1, al. 2)

⁴ « *Une telle décision du Collège s'inscrit pleinement dans la lignée des différents projets actuellement en cours en faveur de l'attractivité de la Place financière de Paris. C'est notamment le cas de la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, déposée, le 12 mars dernier, par M. Alexandre Holroyd, qui – tout en rappelant que « la France est devenue la destination privilégiée en Europe de nombreux investisseurs internationaux et d'établissements financiers d'envergure internationale » – souligne qu'« il est impératif de renforcer cette attractivité », notamment en « facilitant » les introductions en bourse. Dans ses vœux aux acteurs économiques, le 8 janvier 2024, le ministre de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique avait rappelé que « nous sommes devenus la nation la plus attractive pour les investissements en Europe » et qu'il convenait de « conforter cette place ».*

Il est rappelé que l'AMF s'est engagée, notamment dans un contexte d'approfondissement de l'Union des marchés de capitaux, à éviter de recourir à des surtranspositions de la réglementation européenne en l'absence d'enjeu majeur de protection des épargnants. Or, l'obligation de prévoir une tranche « retail » sur le marché réglementé, dans le cadre des introductions en bourse réalisées à Paris, résulte d'un texte réglementaire purement national et constitue une mesure de surtransposition (goldplating) du droit européen. »

Cette formulation prête à confusion car en réalité ce sont les droits d'entrée et sortie sur parts d'OPCVM-groupe que l'AMF avait ainsi encadrés⁵. Aussi, l'AMF est-elle restée silencieuse sur la perception de commissions de mouvement à l'occasion de transactions sur parts d'OPC. L'AMAFI invite donc l'Autorité à clarifier ce point afin que la proposition faite au 3.3⁶ soit compréhensible.

2. SUR LA PROPOSITION D'INTERDIRE LES FRAIS LIÉS AUX TRANSACTIONS AU BÉNÉFICE DU PSI FOURNISSANT LE SERVICE DE GSM

2.1 Une interdiction dont le champ doit être précisé

L'AMAFI attire l'attention de l'AMF sur le fait que l'interdiction envisagée ne devrait pas concerner les frais qui, bien que facturés par le PSI exerçant le service de GSM, viennent rémunérer d'autres services, que sont la tenue de compte-conservation, la réception-transmission d'ordres (RTO), l'exécution d'ordres pour compte de tiers (ECT) ou l'aide à la décision d'investissement.

Deux situations coexistent à cet égard :

- Celle où le PSI fournit lui-même ces services, aux côtés de celui de GSM ;
- Celle où le PSI refacture à ses clients, au travers d'une commission unique, des services qui lui sont facturés par des entités tierces. (le dernier cas où le PSI refacture de façon transparente les frais facturés par des entités tierces n'est pas examiné ici car ne semblant pas impacté par les nouvelles dispositions d'interdiction envisagées par l'AMF)

Si le cas de la fourniture du service de TCC est traité par l'AMF dans sa note, celui de la fourniture des services de réception-transmission d'ordres (RTO), d'exécution d'ordres pour compte de tiers (ECT) ou d'aide à la décision d'investissement lui, ne l'est pas.

Or, l'encadrement des commissions de mouvement envisagé par l'AMF ne doit pas conduire à interdire la juste perception, par les PSI, de la rémunération qui leur est due au titre de ces services, et ce qu'ils soient fournis en interne, par des entités du même groupe, ou par des entreprises sans lien avec le PSI fournissant le service de GSM. Il est d'ailleurs rappelé que les frais de transaction, qui viennent rémunérer ces services, sont explicitement reconnus comme légitimes par l'article 314-30 du RGAMF⁷.

L'encadrement des commissions de mouvement envisagé par l'AMF ne doit pas non plus conduire à imposer aux PSI fournissant le service de GSM à facturer l'ensemble des frais de façon forfaitaire et ces PSI doivent rester libres de la structuration de ces frais lorsque celle-ci ne génère pas de conflit d'intérêt.

⁵ Ainsi, l'AMF indiquait dans un [communiqué publié sur son site](#), le 17 janvier 2020 que : « S'agissant de la perception de commissions de mouvement dans le cadre de la fourniture d'un service de gestion de portefeuille, l'AMF demande notamment :

- Qu'un avertissement particulier sur les conflits d'intérêts occasionnés par ce mode de rémunération du gérant soit communiqué en amont au client ;
- Que le montant réel de ces frais soit expressément identifié et communiqué au client annuellement ».

⁶ Proposition consistant à rendre obligatoire d'indiquer explicitement dans le RGAMF que l'ensemble des rémunérations perçues à l'occasion d'opérations sur OPC sont des commissions de mouvement, afin d'éviter le contournement de l'interdiction de percevoir des droits d'entrée/ sortie.

⁷ « L'ensemble des frais et commissions supportés par les mandants à l'occasion des opérations portant sur le portefeuille géré, à l'exception des opérations de souscription et de rachat portant sur les placements collectifs ou des fonds d'investissement de pays tiers, sont des frais de transaction. Ils se composent :

1. Des frais d'intermédiation, toutes taxes comprises, perçus directement ou indirectement, par les tiers qui fournissent : a) le service de réception et de transmission d'ordres et le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers mentionnés à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier ; b). Les services mentionnés au 4 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier facturés dans les conditions prévues à l'article 314-24 ;
2. Le cas échéant, d'une commission de mouvement. » (RG AMF, art. 314-30).

C'est pourquoi l'AMAFI invite l'AMF à examiner ces situations particulières, quitte d'ailleurs à prévoir, comme elle cherche à le faire pour la TCC, des dispositions spécifiques pour encadrer le conflit d'intérêt qui pourrait naître de ce que c'est le PSI lui-même ou un membre de son groupe qui fournit ces prestations.

2.2 Une obligation qui ne doit être applicable qu'aux nouveaux mandats

L'une des principales justifications données par l'AMF pour interdire les commissions de mouvement dans la GSM est l'alignement avec les règles applicables pour les services proches comme notamment le service de mandat d'arbitrage en assurance vie. À cet égard, l'AMAFI observe que l'interdiction de la perception de commissions de mouvement pour ce service ne concernera que les nouveaux mandats conclus à compter de la date d'application des dispositions de la loi Industrie Verte. Aussi, pour des raisons d'égalité de concurrence entre les prestataires offrant ces deux services pouvant répondre à des besoins similaires des clients, l'AMAFI demande que les conditions d'entrée en application des dispositions visant la GSM soient identiques à celles applicables aux mandats d'arbitrage et ne concernent donc que les nouveaux mandats.

2.3 Des conditions d'interdiction qui seraient, en tout état de cause, à préciser

L'AMF propose d'interdire les commissions de mouvement en GSM dans les conditions suivantes :

- Un délai d'application d'au moins 3 ans serait accordé à partir de la publication de la décision prise par l'AMF ;
- Une disposition autoriserait à considérer l'accord du client acquis lorsque la modification de la structure de rémunération consiste à augmenter les frais de gestion du mandat afin de supprimer les commissions de mouvement, dès lors que cette augmentation est inférieure à la moyenne des commissions de mouvement des 3 dernières années.

Si le délai d'application de 3 ans semble raisonnable, il est cependant nécessaire, pour une bonne lisibilité des informations fournies au client et une mise en œuvre efficace, que l'entrée en application s'opère au 1^{er} janvier, soit au 1/1/2028 ou 1/1/2029 selon la date de publication des textes. En effet, les frais sont généralement calculés sur l'année calendaire.

Par ailleurs, le mécanisme proposé « *d'accord réputé acquis* » suscite plusieurs observations :

- La condition de la stabilité du niveau de frais devrait être exprimée en pourcentage des encours et non en valeur absolue, la variabilité en fonction du niveau des encours étant parfaitement légitime ;
- Compte-tenu du grand nombre de clients potentiellement concernés, le calcul du niveau des rémunérations devrait pouvoir, en cas de gestion profilée, s'opérer non pas par client mais par profil de gestion ainsi que, le cas échéant, par niveau d'encours si les modalités de rémunération comportent des seuils. Un calcul par client, voir par compte, paraît en effet quasi impossible à mettre en œuvre.

En outre, considérant les incertitudes et les remarques de l'AMF sur le champ de ce que recouvrent les « commissions de mouvement », il semble nécessaire de préciser que l'augmentation des frais de gestion pourra compenser l'ensemble des frais à la transaction perçus par les PSI au cours des 3 années de référence (qu'il s'agisse de frais de TCC, d'exécution, de RTO, ...) dès lors que ceux-ci ne seront plus facturés par ailleurs.

3. SUR LES PROPOSITIONS D'ENCADREMENT COMPLÉMENTAIRES À LA SUPPRESSION

3.1 Sur la proposition d'encadrement des frais de TCC liés aux transactions en GSM

Afin de limiter le risque de conflit d'intérêts lorsque les services de tenue de compte-conservation (TCC) et de GSM sont fournis par la même entité ou par deux entités appartenant au même groupe, l'AMF pose 3 options alternatives :

- 1^{ère} option : Obligation pesant sur le PSI fournissant le service de GSM de justifier que le niveau de tarification de la tenue de compte conservation (TCC) n'est pas significativement supérieur lorsque celle-ci est fournie par lui ou un membre de son groupe, comparé aux cas où le service de TCC est fourni par une entité hors groupe ; obligation pour ce PSI d'informer les clients du conflit d'intérêts via un « *avertissement dans la documentation* » ;
- 2^{ème} option : Obligation pour le PSI fournissant le service de TCC de justifier que la tarification de ce service n'est pas significativement supérieure lorsqu'il fournit également le service de GSM ou que celui-ci est fourni par un membre de son groupe, comparé aux cas où le service de TCC est fourni aux côtés d'un service d'investissement autre que la GSM ou seul; obligation pour ce PSI « *d'explicitier l'avertissement relatif aux conflits d'intérêts lié à la modalité de rémunération du TCC et ses liens avec le gérant du mandat de gestion* ».
- 3^{ème} option : Forfaitisation de la rémunération perçue par les TCC appartenant au même groupe que le PSI fournissant le service de GSM.

L'AMAFI n'est pas favorable à la première option.

En effet, selon cette option, le PSI fournissant le service de GSM devrait, dans le cas où il a recours exclusivement à un ou plusieurs TCCs de son groupe, obtenir des informations sur les pratiques de la concurrence, ce qui pose des problèmes de faisabilité. La mise en œuvre d'une telle mesure est de plus de nature à nuire à la libre concurrence entre prestataires. Dans le cas où le PSI fournissant le service de GSM est distinct de celui fournissant le service de TCC, il est par ailleurs contestable que le premier doive rendre compte des rémunérations perçues par le second.

La troisième option pourrait être difficile à mettre en œuvre car elle pourrait nécessiter de conclure des avenants aux conventions clients à chaque fois que l'évolution des encours nécessiterait de réajuster le niveau des frais. En tout état de cause, si une telle forfaitisation devait être imposée pour les schémas intra groupe, elle devrait également rester possible dans les autres cas, les PSI devant rester libres de la façon dont ils facturent leurs prestations. En effet, dans le cas inverse, deux modalités de facturation cohabiteraient, ce qui aurait pour effet de compliquer la comparabilité des frais à la fois pour les PSI devant choisir le TCC de leurs clients gérés et aussi pour les TCC qui devraient gérer deux systèmes de facturation sans possibilité de les comparer.

La deuxième option paraît la plus faisable.

En tout état de cause, cette option devrait pouvoir être cumulée avec la troisième, chaque TCC devant rester libre de déterminer de quelle façon il entend traiter la problématique du niveau des frais dans le cadre de la fourniture d'un service de GSM par une entité de son groupe ou par lui-même.

Enfin, si l'une des deux premières options devait être retenue, il importerait que l'AMF clarifie le support exact de l'information qui devra être délivrée aux clients sur les conflits d'intérêts : note d'information précontractuelle, grille des frais, documentation contractuelle.

3.2 Sur la distinction entre droits d'entrée/sortie et commissions de mouvement

L'AMAFI s'étonne de trouver, dans une note dédiée à la gestion sous mandat, des développements exclusivement consacrés à la gestion collective, comme la question de savoir « *s'il existe certaines situations spécifiques où les gérants de placement collectifs peuvent être amenés à supporter des coûts réels substantiels en cas de souscription ou rachats sur OPC* ».

L'Association, bien que ne représentant pas les acteurs de la gestion collective, fait néanmoins observer que cette question ne paraît pas nécessairement pertinente puisqu'il semble indiscutable que l'initiation et le traitement des ordres exécutés pour le compte des clients vont nécessairement engendrer des coûts (notamment de traitement administratif : pré affectation, suivi des ordres, traitement des avis d'opérés, rapprochement avec les positions des dépositaires...) pour les PSI fournissant le service de gestion, collective ou sous mandat, coûts qui seront légitimement refacturés d'une façon ou d'une autre aux clients.

En outre, comme indiqué au 2.1 ci-dessus, ces PSI sont également susceptibles de refacturer des services autres que celui de gestion, qu'ils fournissent eux-mêmes ou se voient fournir par des tiers comme la TCC, la RTO, l'ECT ou l'aide à la décision d'investissement, qui justifient la perception de frais.

Il est important que l'encadrement des commissions de mouvement envisagé par l'AMF ne conduise pas à imposer aux PSI de facturer l'ensemble de ces frais de façon forfaitaire et que ces PSI restent libres de leurs modalités de facturation (lorsque celles-ci ne génèrent pas de conflit d'intérêts), et ce tant pour les frais directement facturés par le PSI qui fournirait ces services que pour ceux refacturés par les PSI pour des services fournis par d'autres.

3.3 Sur la proposition d'informer les clients sur les frais en GSM

L'AMF propose d'introduire, au sein de la [Position-Recommandation AMF DOC-2019-12](#), un tableau de présentation des frais maximum des mandats indiquant pour chaque frais :

- L'identité du/ des bénéficiaires ;
- La nature du service ;
- Le taux maximum de chaque frais/et ou les modalités de détermination de la rémunération ;
- Les éventuels avertissements sur les conflits d'intérêts.

Cette proposition conduit à exiger la fourniture d'un nouveau tableau de frais aux clients, présentant des informations différentes ou sous un format différent de celles d'ores et déjà exigées par les dispositions de MiFIDII en matière de transparence des coûts et charges. Elle fait observer que cette situation de *goldplating* va à l'encontre des engagements pris par les autorités françaises depuis plusieurs années et rappelés récemment dans le communiqué de l'AMF du 19 mars dernier⁸ annonçant la suppression de l'obligation d'une « tranche » retail » dans les introductions en bourse. A ce titre il est d'ailleurs permis de douter de la conformité au droit européen et notamment aux dispositions de l'alinéa 2 de l'Article 35.1 de MiFIDII⁹, de l'application qu'entend faire l'AMF de ces dispositions aux succursales entrantes de PSI européens.

⁸ « Une telle décision du Collège s'inscrit pleinement dans la lignée des différents projets actuellement en cours en faveur de l'attractivité de la Place financière de Paris. C'est notamment le cas de la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, déposée, le 12 mars dernier, par M. Alexandre Holroyd, qui – tout en rappelant que « la France est devenue la destination privilégiée en Europe de nombreux investisseurs internationaux et d'établissements financiers d'envergure internationale » – souligne qu'« il est impératif de renforcer cette attractivité », notamment en « facilitant » les introductions en bourse. Dans ses vœux aux acteurs économiques, le 8 janvier 2024, le ministre de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique avait rappelé que « nous sommes devenus la nation la plus attractive pour les investissements en Europe » et qu'il convenait de « conforter cette place ».

Il est rappelé que l'AMF s'est engagée, notamment dans un contexte d'approfondissement de l'Union des marchés de capitaux, à éviter de recourir à des surtranspositions de la réglementation européenne en l'absence d'enjeu majeur de protection des épargnants. Or, l'obligation de prévoir une tranche « retail » sur le marché réglementé, dans le cadre des introductions en bourse réalisées à Paris, résulte d'un texte réglementaire purement national et constitue une mesure de surtransposition (*goldplating*) du droit européen. »

⁹ « Les États membres n'imposent pas d'obligations supplémentaires, hormis celles autorisées en vertu du paragraphe 8, quant à l'organisation et au fonctionnement de la succursale pour les matières régies par la présente directive. »

Par ailleurs, cette situation est de nature à créer de la confusion dans l'esprit des clients qui recevront plusieurs informations sur les coûts qui de plus différeront. Elle conduit en outre à alourdir de nouveau l'information fournie aux clients, dans un contexte où ceux-ci se plaignent d'ores et déjà de la surcharge d'information et alors même que l'AMF, dans sa note de consultation fait « *un constat d'échec des mesures de traitement par l'information, comme cela est souvent le cas pour les mesures concernant les frais* ».

L'AMAFI attire enfin l'attention de l'AMF sur la nécessité, si cette disposition devait être maintenue, de préciser à quel moment de la relation avec le client ces informations seraient dues.

