

COMMISSIONS DE MOUVEMENTS & INFORMATION ET COMMERCIALISATION DES FONDS PROCHES DE LEURS INDICATEURS DE REFERENCE ET PRESENTANT DES FRAIS IMPORTANTS

CONSULTATIONS AMF SUR DES EVOLUTIONS DE SA REGLEMENTATION ET DE SA DOCTRINE

Observations AMAFI

A la suite de la participation de l'AMF en 2021 à l'exercice de supervision joint européen (*Common Supervisory Action* ou « CSA ») sur les coûts et frais dans la gestion d'actifs¹ et de la publication par le Sénat d'un Rapport d'information sur la protection des épargnants², l'AMF propose plusieurs évolutions de sa réglementation et de sa doctrine. Ces modifications concernent, d'une part, le traitement des commissions de mouvement et, d'autre part l'information et la commercialisation des fonds proches de leurs indicateurs de référence et présentant des frais importants.

L'AMAFI remercie l'AMF pour l'opportunité qui lui est faite de commenter ces propositions. Elle fait néanmoins observer que **les délais de consultation pour des modifications aussi substantielles que celles qui sont proposées, notamment dans la consultation sur la commercialisation des fonds, ne sont pas raisonnables, notamment eu égard au fait que ces propositions remettent fondamentalement en cause l'équilibre des responsabilités respectives des producteurs et distributeurs d'instruments financiers tel qu'il est fixé dans un texte aussi fondamental que MiFID 2³.**

Les observations identifiées par l'Association que soulèvent ces deux (2) projets sont présentées ci-après :

1. CONSULTATION SUR LES PROPOSITIONS D'EVOLUTION REGLEMENTAIRES RELATIVES AUX COMMISSIONS DE MOUVEMENTS

L'AMAFI souhaite formuler les observations générales suivantes :

- Sur le fond, l'AMAFI partage le souci de chercher à traiter le conflit d'intérêts résultant de ce que le prestataire de services d'investissement (PSI) exerçant le service de gestion de portefeuille ou de gestion collective (le PSI gérant) puisse être financièrement intéressé au volume des transactions qu'il initie dans le cadre de sa gestion, dès lors qu'il percevrait une partie plus ou moins significative des rémunérations versées sous forme de commission de mouvement.

¹ Cf. ESMA, « *ESMA launches a Common Supervisory Action with NCAs on the supervision of costs and fees of UCITS* », Communiqué de presse en date du 6 janvier 2021 ([lien](#)).

² Sénat, « La protection des épargnants », Rapport d'information n° 20 (2021-2022) de MM. Jean-François HUSSON et Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, déposé le 6 octobre 2021 ([lien](#)).

³ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, dite « MiFID 2 » ([lien](#)).

Néanmoins, il serait discutable d'étendre ces nouvelles restrictions aux rémunérations perçues par les dépositaires ou teneurs de compte conservateurs (TCC) qui ne sont pas en situation de conflit d'intérêts du fait de la perception de ces rémunérations. En effet, à la différence du PSI gérant, le dépositaire ou le TCC, n'a aucune influence possible sur la nature et la fréquence des transactions réalisées pour le compte de fonds ou portefeuilles gérés, qui restent à la seule décision du PSI gérant ;

- De telles restrictions seraient d'autant plus discutables qu'elles reviendraient à nier le constat que ces commissions rémunèrent un service essentiel fourni par ces prestataires : les TCC ou dépositaires traitent l'ensemble des étapes du dénouement des transactions. A cet égard d'ailleurs, il convient de rappeler que la perception de ces commissions intervient également en cas de fourniture de services du type réception transmission d'ordres (RTO) ou exécution d'ordres (EO) pour compte de tiers ;
- Ces rémunérations sont en outre transparentes pour le client puisqu'en vertu de la Position-recommandation 2013-10 de l'AMF⁴, leurs montant, fait générateur et conditions de facturation sont explicitement prévus dans la convention liant le TCC ou dépositaire à son client (le mandant ou le fonds géré) qui de ce fait a la possibilité de faire jouer la concurrence.

En conséquence, l'AMAFI considère que les options de forfaitisation ou de plafonnement, si elles devaient être retenues, ne devraient pas englober la part des commissions de mouvement revenant aux dépositaires ou TCC des fonds ou clients sous mandat.

Par ailleurs, l'AMAFI invite l'AMF à s'assurer que le traitement de cette question via la modification des dispositions de son règlement général ne pourrait être remis en cause sur le fondement du principe de la hiérarchie des normes.

Enfin, l'AMAFI souligne les difficultés d'ordre opérationnel que ne va pas manquer de faire naître l'adoption de telles règles au plan national seulement puisque les dépositaires ou TCC des fonds ou clients gérés devront être en capacité de gérer deux process selon que le gérant du fonds ou client est ou non une entité soumise à la réglementation de l'AMF.

Les réponses détaillées aux questions posées dans la consultation de l'AMF sont présentées ci-après :

Question N° 1 : L'avis des associations professionnelles est demandé sur :

1. **L'opportunité d'inclure des placements collectifs de capital-investissement et d'immobilier dans le périmètre des propositions visant les commissions de mouvement ;**
2. **Les modalités d'exclusion le cas échéant (par typologie d'actifs et/ou par catégorie juridique de fonds).**

Les adhérents de l'AMAFI ne sont pas concernés par cette question.

Question N° 2 : L'avis des associations professionnelles et commissions consultatives est sollicité sur l'opportunité de mener des travaux dans un second temps d'encadrement des commissions de mouvement pour la GSM effectuée par les SGP [Sociétés de Gestion de Portefeuille] et les autres PSI.

L'AMAFI n'est, par principe, pas opposée à un alignement des règles applicables à la gestion sous mandat (GSM) sur celles de la gestion collective (GC), s'agissant de services assez largement substituables.

⁴ AMF, Position-recommandation n°2013-10 relative aux « Incitations et rémunérations reçues dans le cadre de la distribution et de la gestion sous mandat d'instruments financiers » ([lien](#)).

L'AMAFI attire néanmoins l'attention de l'AMF sur le fait que l'encadrement des commissions de mouvement ne doit concerner que la part pouvant revenir au PSI gérant, l'argument de la gestion des conflits d'intérêts est en effet inapproprié pour les TCC auxquels ils recourent (cf. *Supra*).

Question N° 3 : L'avis des associations professionnelles et des commissions consultatives est sollicité sur la possibilité d'une renégociation à la baisse des taux de rétrocessions en cas d'augmentation des frais fixes compensant la baisse ou suppression des commissions de mouvement variables.

L'AMAFI souligne que toute option obligeant à revoir le taux des rétrocessions perçues des producteurs des instruments financiers qu'ils distribuent, entraînerait une revue commerciale en profondeur des dispositifs de rémunération existants et nécessiterait de ce fait des travaux administratifs très lourds, notamment de rédaction des nouvelles conventions de distribution, ainsi que des modifications substantielles des systèmes d'information.

Néanmoins, et comme indiqué dans la réponse à la question 6 (cf. *Infra*), l'AMAFI est en faveur de l'option plafonnement qui ne devrait pas, selon sa compréhension, conduire, sinon à la marge, à de tels réajustements.

Question N° 4 : L'avis des associations professionnelles et des commissions consultatives est sollicité sur le niveau de plafonnement approprié en cas d'adoption d'une telle mesure.

Pour les raisons développées ci-dessus, l'AMAFI considère que la solution du plafonnement, si elle devait être retenue, ne peut pas englober la part des commissions de mouvement revenant aux dépositaires ou TCC des fonds ou clients sous mandat.

En conséquence, l'AMAFI estime que le chiffrage effectué ne peut être considéré comme pertinent et considère qu'est nécessaire un nouveau chiffrage ne portant que sur les commissions de mouvement revenant aux PSI gérants.

Question n° 5 : L'avis des associations professionnelles est sollicité sur les modalités de transition envisagées :

- **Date de mise en application des modifications réglementaires : les services proposent une mise en application au 1er janvier 2023.**
- **Possibilité d'une période transitoire : est-il nécessaire de prévoir une période transitoire (réponses multiples possibles en fonction des propositions) ?**
 - **Si oui, quelle durée devrait-être envisagée ? Les services proposent 3 à 4 ans en cas de suppression.**
- **Possibilité d'une information par tout moyen dans le cas où le budget (ou le forfait/ l'augmentation des frais de gestion fixe) est inférieur à un taux historique de commissions de mouvement sur les trois dernières années.**

Si elles venaient à être adoptées telles qu'elles, les propositions de l'AMF nécessiteraient des travaux importants d'ajustement des systèmes d'information et de révision des contrats dans un contexte de plans de charge déjà extrêmement abondants compte-tenu des nombreux chantiers réglementaires en cours (implémentation des nouvelles dispositions ESG, du niveau 2 de PRIIPS modifié ...). C'est pourquoi l'AMAFI estime que ces nouvelles dispositions ne pourront pas entrer en vigueur avant la fin 2023.

Question n° 6 : L'avis des associations professionnelles est sollicité sur :

- **les 4 propositions d'évolutions réglementaires et les intérêts/ limitations de chacune d'entre elles :**
 - **Suppression**
 - **Plafonnement**
 - **Forfaitisation**
 - **Cumul du plafonnement (commun à tous les fonds) et de la forfaitisation (par fonds)**

L'AMAFI considère que la solution du plafonnement des commissions de mouvement est préférable car elle permet de gérer la problématique des conflits d'intérêts tout en préservant un écosystème important qu'il n'y a pas de raison de vouloir déstabiliser. De plus, cette solution a l'avantage sur celle de la « forfaitisation » d'être moins impactante pour les systèmes d'information déjà en place au sein des établissements.

2. CONSULTATION SUR L'EVOLUTION DE LA DOCTRINE CONCERNANT L'INFORMATION ET LA COMMERCIALISATION DES FONDS PROCHES DE LEURS INDICATEURS DE REFERENCE ET PRESENTANT DES FRAIS IMPORTANTS

A titre de remarque liminaire, l'AMAFI de nouveau s'interroge sur la conformité au principe de la hiérarchie des normes du potentiel traitement par l'AMF via de simples textes de doctrine de la question du niveau des frais des placements collectifs.

L'Association tient également à faire valoir l'idée que si l'AMF entendait réguler le niveau des frais des instruments financiers distribués, elle ne pourrait le faire sans également prendre en compte le rendement potentiel ou les autres avantages que peuvent procurer ces instruments financiers pour l'investisseur.

Enfin, l'AMAFI fait valoir que les modifications proposées dans cette seconde consultation ont potentiellement un impact extrêmement significatif pour les distributeurs et vont à l'encontre de l'équilibre des responsabilités entre producteurs et distributeurs d'instruments financiers posé dans les textes MiFID 2. L'AMAFI considère en conséquence que si cet équilibre devrait être revu, il ne pourrait l'être qu'au plan européen tant dans les textes applicables aux producteurs (directives UCITS⁵ et AIFM⁶) que dans ceux applicables aux distributeurs (MiFID 2 notamment).

2.1 Sur les Propositions 2 et 3

Tout en partageant l'objectif de limiter la commercialisation, auprès des investisseurs, d'instruments financiers indûment chargés en frais, l'AMAFI voit plusieurs difficultés liées aux modifications de doctrine proposées :

⁵ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), dite « Directive OPCVM » ou « UCITS » ([lien](#)).

⁶ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010, dite « Directive GFIA » ou « AIFM » ([lien](#)).

2.1.1 L'AMAFI ne partage pas la lecture des dispositions de l'article 24(9) du règlement délégué MiFID 2⁷ faite par l'AMF dans son projet de doctrine

Plusieurs éléments textuels conduisent à considérer qu'à ce stade, **l'article 54.9 du RD MiFID 2 n'oblige les PSI à comparer les instruments financiers qu'ils s'apprêtent à conseiller à leurs clients** (ou dans lesquels ils s'apprêtent à investir pour le compte de ces derniers) **qu'aux instruments financiers qu'ils conseillent**.

- Ainsi, le paragraphe (§) 85 des orientations de l'ESMA en matière d'adéquation⁸ prévoit des dispositions particulières pour les PSI disposant d'une gamme restreinte de produits qui n'ont de sens qu'à la lumière de cette lecture. En effet le constat que « *l'évaluation des produits « équivalents » pourrait être limitée* » pour les « *entreprises qui disposent d'une gamme restreinte de produits* » montre que pour l'ESMA, l'évaluation requise porte uniquement sur les produits de cette gamme.
- De plus, le Rapport final de l'ESMA du 31 mars 2020⁹ dispose en son § 42 que : « *For instance, one option could be to strengthen MiFID II requirements on the assessment of suitability. Currently firms providing investment advice and portfolio management are required to “assess, while taking into account cost and complexity, whether equivalent investment services or financial instruments can meet their client's profile” (Article 54(9) of the MiFID II Delegated Regulation). It could be made clear that firms, even if operating in closed-architecture models, should assess their products against third-party products and should provide details in the suitability report of any cheaper and less complex alternatives. For maximum efficiency, ESMA is of the view that such process should already be carried out at the point of elaboration of the firm's catalogue of products (i.e., centrally).* ».

En recommandant à la Commission de clarifier qu'en architecture fermée les instruments financiers proposés doivent être comparés à des produits de tiers par l'établissement au stade de l'élaboration de son « *catalogue de produits disponibles* », l'ESMA reconnaît implicitement que cette lecture de l'article 54.9 du RD MiFID 2 ne s'impose pas. En effet, dans le cas inverse, l'ESMA n'aurait pas demandé à la Commission de clarifier.

2.1.2 L'adoption de cette règle via des dispositions purement nationales est de nature à brider la compétitivité des professionnels français sans que l'AMF n'apporte la preuve que ces mesures sont justifiées par des enjeux nationaux spécifiques

En imposant des règles spécifiques aux seuls professionnels français, l'AMF les place dans une situation de distorsion de concurrence qui leur est défavorable. L'AMAFI considère que ceci est d'autant plus regrettable que **beaucoup d'efforts ont été déployés récemment par les Autorités françaises pour améliorer la compétitivité de leur Place, efforts qui pourraient être anéantis par une régulation mal calibrée**.

⁷ Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant MiFID 2 en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, dit « RD MiFID 2 » ([lien](#)).

⁸ Cf. Orientations ESMA concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II ([ESMA35-43-1163 FR](#)) : « *Lors de l'examen du facteur de coût, les entreprises devraient tenir compte de tous les coûts et frais couverts par les dispositions applicables de l'article 24, paragraphe 4, de la directive MiFID II et des dispositions correspondantes du règlement délégué MiFID II. En ce qui concerne la complexité, les entreprises devraient se référer aux critères recensés dans l'orientation n° 7 susmentionnée. Il est important que les entreprises qui disposent d'une gamme restreinte de produits ou qui recommandent un seul type de produit – pour lesquelles l'évaluation des produits « équivalents » pourrait être limitée – informent clairement les clients de la situation. Dans ce contexte, il importe particulièrement de fournir aux clients des informations appropriées sur cette gamme restreinte de produits, conformément à l'article 24, paragraphe 4, point a) ii), de la directive MiFID II* ».

⁹ Cf. ESMA, Rapport final, *ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II* ([ESMA35-43-2126](#)).

En effet, sans que l'AMF ne justifie les raisons pour lesquelles les acteurs français seraient dans une situation différente de leurs homologues européens (ni d'ailleurs les raisons pour lesquelles les investisseurs français devraient bénéficier d'une protection spécifique), elle les expose à la concurrence potentielle des sociétés de gestion et distributeurs des autres Etats membres européens qui conseilleraient leurs produits en libre prestation de service.

Une telle situation paraît très préoccupante aux yeux de l'AMAFI puisqu'elle pourrait constituer un frein pour les professionnels de la gestion à s'implanter sur le territoire français.

2.1.3. L'AMAFI considère que les nouvelles obligations proposées par l'AMF s'éloignent de la logique originelle de MIF2 et font peser sur les distributeurs des obligations qui, en vertu de cette logique, incombent aux producteurs d'instruments financiers

Les diligences à effectuer en matière de niveau de frais dans le dispositif de gouvernance des produits incombent aux producteurs d'instrument financiers et non à leurs distributeurs (*Directive déléguée MiFID 2¹⁰, art. 9 § 10, 11 et 12*).

Les distributeurs, quant à eux, au titre de la mise en œuvre de leurs obligations de connaissance des produits et comme clarifié dans les Orientations ESMA relatives aux exigences en matière de gouvernance des produits¹¹ au § 61 deuxième *bullet point*, sont fondés à considérer que « *les informations publiées conformément aux exigences prévues dans la directive Prospectus, la directive Transparence, la directive OPCVM¹², la directive GFIA¹³ ou aux exigences équivalentes de pays tiers sont acceptables* ». Ils sont par ailleurs tenus à une obligation de transparence sur ces frais à l'égard des investisseurs.

Aussi, la logique intrinsèque de MiFID 2 est de faire peser sur les producteurs la responsabilité de vérifier que les caractéristiques des produits qu'ils conçoivent ou émettent ne nuisent pas aux intérêts des investisseurs cibles.

C'est pourquoi l'AMAFI considère que, par cette proposition contraire à l'esprit et à la lettre du texte européen qui seul prévaut, l'AMF entend imposer aux distributeurs d'instruments financiers une règle qui concerne les seuls producteurs.

Aussi, à tout le moins, si une telle obligation devait être imposée aux distributeurs, elle devrait ne concerner que les instruments financiers non gérés par des SGP françaises. Pour les instruments financiers gérés par des SGP françaises, la doctrine de l'AMF devrait leur permettre de se reposer sur les diligences menées par ces dernières.

¹⁰ Cf. Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire ([lien](#)).

¹¹ Cf. Orientations ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II ([ESMA35-43-620 FR](#)).

¹² Cf. *Supra*. Note de bas de page n° 5.

¹³ Cf. *Supra*. Note de bas de page n° 6.

2.1.4 A minima, le champ d'application de ces nouvelles dispositions devrait être limité aux seuls instruments financiers destinés aux clients de détail

Il semble en effet que le CSA initié par l'IMSC (*Investment Management Standing Committee*) de l'ESMA sur les coûts et charges dans les fonds¹⁴ répond à une préoccupation de protection de la clientèle de détail : « *Ensuring greater convergence in the supervision of costs is an integral part of ESMA's broader efforts on the cost of **retail investment products** and is key to improving investors' confidence in financial markets and reducing costs associated with obtaining financial products* ».

C'est pourquoi l'AMAFI recommande également que, si elles devaient être adoptées, ces dispositions se limitent aux seuls fonds destinés à une clientèle de détail, les clients professionnels étant réputés par nature disposer d'un niveau d'expertise suffisant pour pouvoir comparer les produits entre eux.

2.1.5 De plus, le champ d'application de ces nouvelles dispositions devrait être explicitement limité aux seuls instruments financiers sur lesquels le PSI fournit du conseil en investissement

Il semble que ce soit ce qui est visé par l'AMF¹⁵ et l'accroche réglementaire de la nouvelle doctrine proposée se trouve dans les textes relatifs au régime de l'adéquation applicable aux seuls services de gestion de portefeuille et de conseil en investissements.

Pour autant, les projets d'amendements de la doctrine de l'AMF n'étant pas explicites sur ce point, il est indispensable d'assurer qu'aucune ambiguïté ne puisse subsister.

2.1.6 Cette obligation nouvelle pose des questions de faisabilité

S'agissant des fonds en gestion passive, plusieurs difficultés d'ordre opérationnel liées à la possible mise en œuvre des nouvelles dispositions peuvent d'ores et déjà être identifiées :

- La première réside dans la difficulté à identifier les fonds indexés sur des indices comparables dans un contexte où l'entrée en application du règlement BMR¹⁶ a vu le développement d'un très grand nombre d'indices propriétaires.
- La seconde réside dans ce qu'en obligeant à comparer le niveau de frais des produits de leur gamme à ceux des placements collectifs « disponibles », sans considération des différentes catégories de parts et notamment sans distinction des « *clean shares* » destinées à la « GSM ou au conseil indépendant, l'AMF expose les distributeurs au risque que ces comparaisons ne soient pas pertinentes.

L'AMAFI souhaite pouvoir approfondir la réflexion sur ce point en lien avec l'AMF.

2.1.7 Autre point de rédaction

Il conviendrait d'ajouter « le cas échéant » après la mention « *à celle de leur indicateur de référence* » au 1^{er} alinéa de la proposition n° 2 de l'AMF car les fonds n'ont pas toujours d'indicateur de référence.

¹⁴ Cf. *Supra*. Note de bas de page n° 1.

¹⁵ Cf notamment le titre de la section 3 du papier de consultation de l'AMF intitulée « proposition concernant le service de conseil en investissement ».

¹⁶ Cf. Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, dit « Règlement BMR » ou « Règlement Benchmark » ([lien](#)).

2.2 Sur le calendrier de mise en œuvre (question 2 du document de consultation)

L'AMAFI considère qu'en accord avec les développements du paragraphe 2.1.3 ci-dessus, la mise en œuvre des obligations propres aux distributeurs, si elle devait intervenir, ne pourrait en tout état de cause que suivre chronologiquement celles faites aux producteurs.

Elle ne pourrait quoi qu'il en soit intervenir qu'au terme de tout un ensemble de travaux que devront mener les distributeurs :

- D'identification des placements collectifs concernés par ces nouvelles mesures,
- Pour les fonds indiciels, de détermination de l'univers des « placements collectifs disponibles » comparables,
- D'identification et de fiabilisation des sources de données permettant le recueil des informations requises sur chacun des « fonds indiciels disponibles »,
- D'identification et de fiabilisation des données de *tracking error* des fonds « faussement actifs »,
- De développement des outils de comparaison des frais,
- De développement de l'ensemble des procédures et des outils de monitoring afférents à ces processus nouveaux.

Aussi, selon l'AMAFI, l'entrée en application de ces mesures ne devrait pas être effective avant la fin 2023.

