

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



FABRICE BUSSIÈRE

Direction
juridique
Amundi

Directive Marchés d'instruments financiers du 15 mai 2014 (MIF II) – Impacts sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers – Relations producteurs-distributeur – Inducements – Produits simples-complexes –  valuation des clients.

La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dite également directive MIF II, ci-après la Directive)¹ contient une série de dispositions impactant très fortement le métier de gestionnaire d'actifs. Abrogeant la directive MIF I 2004/39/CE en date du 21 avril 2004², la nouvelle Directive refond profondément le paysage r glementaire applicable aux marchés financiers, et notamment les principes gouvernant la commercialisation d'instruments financiers. Les organismes de placement collectif, que sont les OPCVM et les FIA, sont qualifiés d'instruments financiers au sens de la Directive, comme sous le régime antérieur, et se trouvent ainsi soumis aux dispositions nouvelles.

La principale disposition impactant la gestion d'actifs concerne la protection des investisseurs. En Europe continentale, les parts ou actions d'OPCVM ou de FIA sont généralement distribuées par un tiers, en pratique, un établissement de crédit, moyennant au profit de ce dernier une rétrocession par le gestionnaire d'un pourcentage des frais de gestion des produits commercialisés (rémunérations également appelées *inducements*). Le distributeur peut appartenir au même groupe de sociétés que le producteur (schéma dit de distribution intégrée) ou, au contraire,

 tre indépendant (schéma dit d'architecture ouverte). Dans tous les cas, ce dernier fournit alors un service de conseil en investissement à son client. La Directive MIF II distingue dorénavant le conseil dépendant du conseil indépendant. Le professionnel doit alors indiquer à son client si son conseil est fourni de manière indépendante ou non (article 24-4-a-i de la Directive). Si le distributeur se déclare comme fournissant un conseil indépendant, il ne doit pas alors accepter des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers (article 24-7-a-b de la Directive). En d'autres termes, le distributeur ne peut percevoir du producteur des rétrocessions s'il se déclare indépendant à l'égard du client final. Faute de pouvoir les conserver, il faut comprendre que ces droits et commissions doivent être reversés dans leur intégralité aux clients (en ce sens, v. considérant n  74 de la Directive). Un mécanisme identique est appliqué au mandat de gestion : une entreprise d'investissement qui fournit le service de gestion ne peut en effet percevoir des commissions de la part des OPC dans lesquels elle investit pour le compte de ses mandants (article 24-8 de la Directive). En droit français, c'est déjà la solution retenue pour les fonds de fonds, dont les gestionnaires ne peuvent conserver les rétrocessions versées par les OPC sous-jacents. Celles-ci doivent nécessairement profiter aux porteurs du fonds de tête.

La rupture avec la directive MIF I est radicale sur ce point, qui n'opérait jusqu'alors, et en aucune manière, une telle distinction entre conseil dépendant et conseil ind pendant³. Cette limitation très sensible du champ des rétrocessions s'explique au regard de l'objectif affiché de protection de l'investisseur (considérant n  74 de la Directive). Le texte s'inspire également des régulations déjà adoptées dans l'Union européenne, notamment au

1. Publiée au JOUE du 12 juin 2014 ; sur le texte, v. Th. Bonneau, « La réforme de la MIF dans les projets de texte du 20 octobre 2011 », RTDF 2012-1, p. 12 ; Banque et Droit n  155, mai-juin 2014, p. 47, J.-P. Bornet.

2. Sur la directive MIF I, v. F. Bussière et B. Henry, « La directive MIF et la gestion d'actifs », Banque et Droit n  115, sept.-oct. 2007, p. 5.

3. V. « MIF II, les débats se focalisent sur les rétrocessions », Les  chos, 24 juin 2014.

Royaume-Uni, avec la réforme dite du *Retail Distribution Review* (RDR). Selon l'approche retenue par le régulateur anglais, la rémunération du distributeur par le producteur génère des conflits d'intérêts dans la mesure où le distributeur peut être tenté de promouvoir les produits pour lesquels il perçoit une rémunération importante⁴, au détriment des intérêts de son client. Les rétrocessions du producteur au distributeur se trouvent dès lors interdites, et ce depuis le 1^{er} janvier 2013. De ce fait, les Anglais préconisent une rémunération du distributeur par le client, au titre du conseil fourni. Pour autant, ce dernier schéma est également générateur de conflit d'intérêts. Il peut en effet inciter un conseiller à recommander une rotation non justifiée du portefeuille de son client pour générer des honoraires de conseil. En outre, et surtout, en faisant payer le client, il restreint *de facto* le conseil aux seuls clients fortunés⁵. Or, la protection de l'investisseur profane, souvent peu fortuné en pratique, doit être la priorité d'un régulateur⁶. À l'image de la Directive, les Allemands ont adopté également un système d'interdiction des rétrocessions pour le conseil dépendant, entré en vigueur le 1^{er} août 2014, où le client paye des honoraires de conseil (« *Honoraranlageberatungsgesetz* »).

Dans le régime nouveau, la capacité à percevoir des frais de gestion dépend donc du statut que choisit le distributeur. Dans les mécanismes de distribution intégrée, la perception de frais reste autorisée. En effet, aux termes de l'article 24-7-a de la Directive, le distributeur indépendant est celui qui « *évalue un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché, qui doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par : l'entreprise d'investissement elle-même ou par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ; ou d'autres entités avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des relations juridiques ou économiques, telles que des relations contractuelles, si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni* ». Dans un schéma de distribution intégrée, le distributeur va promouvoir principalement les produits « maison » conçus par sa société de gestion. C'est donc le schéma d'architecture ouverte qui se trouve fortement pénalisé par le nouveau mécanisme prévu par la Directive⁷. Pour autant, il convient de relever que la Directive n'interdit pas stricto sensu qu'un distributeur se déclare à la fois dépendant ou indépendant selon le type de produit qu'il met en avant auprès de sa clientèle.

Lorsque les rétrocessions sont autorisées, elles doivent en outre répondre à trois conditions. Elles doivent amé-

liorer la qualité du service rendu au client, ne pas nuire à l'obligation du professionnel d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts des clients et ces derniers doivent être clairement informés de l'existence, de la nature et du montant du paiement (article 24-9 de la Directive). Ces conditions existent déjà en droit français. L'article 314-76 du Règlement général AMF, transposant la directive d'application MIF 1 n°2006/73/CE (article 26), pose en effet des exigences similaires, complété par la Position-Recommandation AMF n° 2013-10 de juillet 2013⁸. Ainsi, l'AMF estime que la rémunération des distributeurs dans le temps se justifie si le professionnel rencontre son client au moins une fois par an, à l'occasion d'un entretien personnalisé, afin de s'assurer que le produit qu'il a souscrit correspond toujours à son profil. Les textes de niveau II de la Directive devront préciser la portée de ces textes nouveaux. Il conviendra d'être particulièrement vigilant car l'ESMA, mandatée pour conseiller la Commission sur les textes d'application, adopte, à ce stade, une approche restrictive, notamment sur la notion d'amélioration du service rendu à l'investisseur. Il ne faudrait pas qu'au final la rétrocession soit appréhendée comme une rémunération accessoire du distributeur, celui-ci se faisant rémunérer par le seul client. À défaut, les clients les moins fortunés ne pourraient bénéficier d'un conseil efficace de la part du professionnel (v. supra). La rémunération du distributeur par le producteur présente le grand avantage de permettre l'accès au conseil à tous les épargnants, et pas seulement aux plus aisés.

Le second impact de la Directive sur le métier de gestion d'actifs concerne l'activité de réception/transmission d'ordres pour le compte de tiers. Ce service d'investissement recouvre la situation, courante en pratique, par laquelle un client passe un ordre de souscription d'OPCVM à son agence bancaire, laquelle le transmet à la société de gestion pour exécution. À l'image de ce qui existe déjà sous le régime de la directive MIF I, le prestataire n'est pas tenu de procéder aux tests d'évaluation de son client lorsque ce dernier, de sa propre initiative, souscrit des produits non complexes (article 25-4 de la Directive). Sont rangés parmi ces produits simples, ou non-complexes selon la Directive, les seuls OPCVM, à l'exclusion des OPCVM structurés au sens de l'article 36 § 1 du Règlement n° 583/2010 du 1^{er} juillet 2010⁹. La nouveauté par rapport au précédent régime réside dans l'exclusion des fonds à formule qui, du fait de leurs spécificités, nécessitent un test de connaissance du client avant leur souscription. Par

4. F. Bussière et O. Mittellette, « Commercialisation d'OPCVM et conflit d'intérêts », *Bull. Joly Bourse*, nov.-déc. 2008, p. 555.

5. Sur l'impact de la réforme RDR, V. l'étude récente menée par l'Alfi (Association of the Luxembourg fund industry), « Navigating the post-RDR landscape in the UK, Assessing the potential impact of an RDR regime on the European fund industry », sept. 2014, disponible sur le site de l'Alfi.

6. V. la position de l'AFG : E. Pagnez, « Rétrocommissions : non aux fausses évidences », *Revue Banque* n° 751 sept. 2012, p. 36.

7. Ph. Arestan, « Le CIF et la Mif – Acte II », *Banque et Droit* n° 141, janv.-févr. 2012, p. 3.

8. Position-recommandation AMF n° 2013-10, sur les rémunérations et avantages reçus dans le cadre de la commercialisation et de la gestion sous mandat d'instruments financiers, publiée le 10 juillet 2013, consultable sur le site Internet de l'AMF ; P.-Y. Bérard, « Les inducements au travers de la position-recommandation AMF n° 2013-10 et des projets européens », *Revue Banque* n° 765, nov. 2013, p. 78.

9. Selon cette disposition, « on entend par « OPCVM structurés » les OPCVM qui fournissent aux investisseurs, à certaines dates prédéterminées, des rémunérations dont le calcul est fondé sur un algorithme et qui sont liées à la performance ou à l'évolution du prix d'actifs financiers, d'indices ou de portefeuilles de référence ou à la réalisation d'autres conditions concernant ces actifs financiers, indices ou portefeuilles de référence, ou des OPCVM ayant des caractéristiques similaires ».

ailleurs, *a contrario*, les FIA sont assimilés dans le nouveau régime à des produits complexes. Si cela se comprend s'agissant des fonds d'investissement mettant en place une stratégie particulière ou risquée (ex. gestion alternative ou *private equity*), cette exclusion s'explique mal en revanche pour les FIA à vocation générale. Ces derniers produits ne sont pas plus complexes ou risqués que les OPCVM. Un alignement de leur régime sur cet aspect devrait en conséquence être réalisé.

Enfin, la Directive introduit une série de dispositions nouvelles visant à proposer aux clients les produits les plus adaptés à leur besoin. Ainsi, l'article 16-3 de la Directive dispose que l'entreprise d'investissement doit examiner régulièrement que les instruments financiers proposés ou commercialisés correspondent aux besoins du marché cible défini et si la stratégie de distribution demeure appropriée. Cette appréciation se fait notamment au regard des risques supportés par le client. Cette obligation de ciblage peut s'avérer périlleuse dans sa mise en œuvre. Fréquemment, les OPCVM ou FIA sont commercialisés via différents canaux de distribution, chacun ayant sa propre segmentation de clientèle. Dans ce cas, un ciblage commun de la clientèle constituera assurément un exercice difficile. L'article 24-2 de la Directive ajoute que le distributeur d'instruments financiers doit évaluer la compatibilité des instruments financiers avec les besoins de ses clients cibles. L'introduction de cette notion de « marché cible » pourrait conduire à revoir les contrats de distribution signés entre les gestionnaires et leurs distributeurs, pour permettre à ces derniers de remplir cette nouvelle obligation. En pratique, elle pourra se révéler délicate à mettre en place dans la mesure où des éléments dépendants ou non de la volonté du professionnel (mouvement de marché ou changement de stra-

tégie du gérant par exemple) pourront remettre en cause après coup la pertinence d'un produit pour un client. De la même manière, la Directive renforce sensiblement le test d'évaluation des connaissances à la charge du distributeur. Ainsi, l'entreprise d'investissement, lorsqu'elle fournit un service de conseil en investissement, doit remettre au client final une déclaration écrite d'adéquation, et ce, avant la première souscription (article 25-6 de la Directive). Cette obligation nouvelle pèse sur la tête du distributeur, mais pourrait, par ricochet, interférer dans les relations entre le gestionnaire et le distributeur. On sait, en effet, depuis le rapport Delmas Marsalet¹⁰ que le producteur est un maillon essentiel dans le processus d'information des clients finaux.

La Directive entre en vigueur le vingtième jour suivant sa date de publication au JOUE, intervenue le 12 juin 2014. Les États membres doivent la transposer le 3 juillet 2016 au plus tard, et l'appliquer à partir du 3 janvier 2017. La directive MIF 1 2004/39/CE se trouve abrogée avec effet au 3 janvier 2017. Ce délai court permettra aux professionnels de la gestion et leurs distributeurs d'adopter les mesures nécessaires pour se conformer aux obligations nouvelles, tout en étant vigilant sur les textes de niveau II dont le contenu se dessine actuellement sous l'impulsion des travaux de l'ESMA. ■

10. Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers, novembre 2005, disponible sur le site de l'AMF ; Banque et Droit n° 105, janv.-févr. 2006, p. 43, chro. F. Bussière.