

OPCVM

Les changements issus du rapport Adhémar

Le rapport Adhémar fixe de nouvelles règles pour les asset managers dans le domaine de la gestion collective : le « prospectus complet » remplace les notices habituelles d'information et impose l'affichage d'un ratio unique représentant la totalité des frais supportés par l'OPCVM. Ces dispositions transposent la directive européenne sur les obligations de transparence des OPCVM.

LE SUCCÈS DE LA GESTION pour compte de tiers dépend principalement de la qualité des relations entre les investisseurs et les opérateurs, notamment sur les aspects de frais et de commissions. En effet, ceux-ci ne doivent pas représenter un prélèvement excessif afin de préserver la performance du fonds et par ailleurs, être lisibles et connus des investisseurs.

Afin d'œuvrer dans ce sens, la COB, rebaptisée AMF (Autorité des marchés financiers), a constitué, en septembre 2001, un groupe de travail présidé par Philippe Adhémar, membre du coll ge de la COB.

Le groupe de travail s'est penché sur trois types de frais :

- **les droits d'entrée et de sortie**, payés directement par l'investisseur lors de la souscription ou du rachat des parts d'OPCVM. Ils rémunèrent principalement la distribution du produit ainsi que les coûts induits par ces mouvements pour l'OPCVM ;
- **les frais de gestion payés par l'OPCVM**, imputés sur sa valeur liquidative. Ils incluent la gestion financière ainsi que tous les frais de fonctionnement (administration, comptabilité, dépositaire et conservation). Ils couvrent sou-

vent les coûts de distribution via des rétrocessions consenties par la société de gestion aux commercialisateurs (apporteurs, promoteurs ou distributeurs) ;

- **les frais de transaction sur les titres en portefeuille**. Ils ne sont jamais inclus dans les frais de gestion et de fonctionnement du fonds mais peuvent toutefois avoir un impact significatif pour la performance de l'OPCVM.

Les conclusions du groupe de travail sont présentées dans le rapport Adhémar, paru le 9 octobre 2002. Il énonce trois objectifs principaux : améliorer et normaliser l'information à destination des investisseurs ; clarifier les coûts de transaction dans un objectif de transparence ; réaliser un focus sur les offres spécialisées (multigestion, capital-risque, épargne sala-

riale...). Ces axes entendent améliorer l'information de l'investisseur, faciliter ses choix et renforcer sa protection.

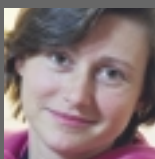
L'INTRODUCTION DU « PROSPECTUS COMPLET »

Pour ce faire, le rapport prévoit en particulier l'affichage d'un ratio intitulé TFE (Total des frais sur encours) ainsi que la scission de la notice en deux parties : une partie A, statutaire, correspondant à l'information actuelle et une partie B, statistique, d'information quantitative fondée sur le passé. Il insiste aussi sur la nécessité de mieux expliciter les commissions de performance et de renforcer la transparence sur les coûts de transaction, notamment pour les « commissions partagées » entre le dépositaire et la société de gestion. Il vise enfin à

1. Le processus complet remplace la notice d'information actuelle sur les OPCVM

Il doit être composé :

- « *d'un prospectus simplifié, remis obligatoirement à tout investisseur préalablement à la souscription. Il contient les informations fondamentales sur l'OPCVM d'une façon claire, synthétique et facile à comprendre,*
- *d'une note détaillée, tenue à disposition de tout investisseur, décrivant de façon précise, technique et complète l'ensemble des règles de fonctionnement et d'investissement de l'OPCVM,*
- *de statuts (pour une SICAV) ou d'un règlement (pour un FCP). »*



**ÉLISE
JOUBERTEIX**
Consultante
Périclès Consulting

2. Règles transitoires quant à l'établissement du prospectus complet des OPCVM

« Ainsi, les nouveaux OPCVM conformes à la directive devront respecter, à compter du 16 février 2004, les nouvelles dispositions du règlement COB n° 2003-08 et donc établir un prospectus. Toutefois, et pour permettre aux opérateurs de se préparer à la mise en place de ce nouveau prospectus, il sera possible de continuer à faire agréer les nouveaux OPCVM non conformes à la directive sur la base de l'ancienne notice d'information jusqu'au 3 mai 2004.

En tout état de cause, l'ensemble des OPCVM existants devra d'ici le 30 juin 2005 mettre en place le nouveau prospectus. Cette obligation ne concerne toutefois pas :

- les OPCVM d'épargne salariale ;
- les OPCVM de capital investissement ;
- les OPCVM qui ne sont plus proposés à la commercialisation tels que les fonds à formule dont la période de collecte est achevée. »

promouvoir un cadre amélioré pour le fonctionnement des fonds de fonds, notamment en assurant aux investisseurs une information plus abondante sur les mécanismes de rétrocession.

Ces préconisations, soumises à consultation auprès de l'AFG (Association française de gestion) et ayant fait l'objet d'une concertation avec les professionnels, ont été mises en oeuvre à travers l'Instruction COB de novembre 2003. Cette instruction stipule que la notice d'information actuelle doit être remplacée par le prospectus dit « complet » (encadré 1).

Ces dispositions modifient le standard des OPCVM commercialisables librement dans l'ensemble de l'espace européen. L'objectif est de renforcer l'intégration d'un marché unique de la gestion collective, riche d'un encours supérieur à 3 500 milliards d'euros (chiffres AMF de mars 2004).

TRANSPOSER LA DIRECTIVE EUROPÉENNE SUR LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE DES OPCVM

Afin de poser un échéancier pour la transformation des notices existantes en prospectus complet, le règlement de l'Autorité des marchés financiers modifiant le règlement de la COB n° 2003-08 (21 novembre 2003) a été homologué par l'arrêté du 3 février 2004. Il permet ainsi la

transposition en France de la directive européenne 85/611/CEE sur les obligations de transparence des OPCVM (encadré 2).

Cette transition concerne environ 7 000 OPCVM. L'attention des sociétés de gestion mais aussi des institutionnels (caisses de retraite, institutions de prévoyance, compagnies d'assurance, mutuelles, etc.), doit être portée sur ce chantier afin de positionner la place française au meilleur niveau européen et participer à l'évolution de l'offre de gestion collective en France.

UN RATIO UNIQUE REPRÉSENTANT LA TOTALITÉ DES FRAIS SUPPORTÉS

Le rapport Adhémar définit et propose des solutions de transparence face à la complexité et à l'opacité des frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective.

Ainsi, les impacts directs de la mise en application de ce rapport sont principalement les obligations suivantes : l'affichage d'un ratio unique représentant la totalité des frais supportés par l'OPCVM, la déclaration des *soft commissions*, l'obligation de transparence sur les frais de transaction, la reconsidération des rétrocessions des commissions de

mouvement et des rétrocessions de frais dans les fonds de fonds (encadrés 3 et 4).

Aujourd'hui, à l'échelle internationale, la totalité des frais supportés par l'OPCVM (hormis les frais de transaction) est présentée sous la forme d'un taux unique rapporté à l'encours : le *total expense ratio*. L'AMF a décidé d'imposer l'affichage de ce ratio, renommé Total de frais sur encours (TFE), dans la notice détaillée. Ce taux doit être présenté toutes taxes incluses dans l'ensemble des documents à destination de l'investisseur. Outre le taux maximum, indiqué a priori, le taux réel constaté sur le dernier exercice devra également être communiqué.

Les *soft commissions*, ou commissions en nature, sont des prestations de services fournies ou payées, par les intermédiaires, à la société de gestion qui leur confie l'exécution de ses ordres (exemple, mise à disposition d'un abonnement à des données financières). Il est demandé aux sociétés de gestion de préciser, dans le rapport de gestion de l'OPCVM, la liste des biens et services pouvant faire l'objet de *soft commissions*. Cette précision porte sur le choix des intermédiaires, la nature des prestations acceptées, leurs modalités d'utilisation et leur taux effectif dès lors que leur montant dépasse 1 % des produits d'exploitation de la société de gestion.

“ À l'échelle internationale, la totalité des frais supportés par l'OPCVM est présentée sous la forme d'un taux unique rapporté à l'encours : le *total expense ratio*. ”

Les frais de transaction (frais de courtage, impôts de bourse...), ne faisant pas partie de l'affichage obligatoire du TFE, le taux de rotation annualisé du portefeuille de l'OPCVM doit apparaître dans la

3. Extrait du Rapport Adhémair sur les frais et commissions à charge de l'investisseur

Les frais et dépenses supportés par l'investisseur par imputation sur la valeur liquidative	
Frais payés par l'OPCVM liés à sa gestion financière, à son fonctionnement et à sa distribution	1. Les frais de gestion financière (<i>management fees</i>), en général en pourcentage de l'actif du fonds, parfois augmentés d'éléments variables comme les commissions de performance attribuant une partie de celles-ci à l'investisseur et une autre partie à la société de gestion.
	2. Les frais payés par l'OPCVM liés à son fonctionnement, qui comprennent les frais suivants: la tenue de la comptabilité, conservation des actifs (droit de garde, commission d'encaissement des coupons...) et dépositaire, audit externe (commissaire aux comptes), service financier (gestion des comptes des porteurs), la publicité (publication des VL), élaboration des documents d'information des porteurs, cotisation à l'association professionnelle et redevance COB, publicité légale et tenue d'assemblée pour les SICAV.
	3. Les frais de distribution externe, payés en Europe sous forme de rétrocession par la société de gestion à l'organe de commercialisation (réseau bancaire, apporteur d'affaires...) d'une partie des frais de gestion qu'elle perçoit.
Frais de transaction (ou commissions de mouvement) liés à l'acquisition et à la vente des instruments financiers par l'OPCVM	4. Les frais de négociation, payés au courtier (<i>brokerage fees</i> ou courtage).
	5. La commission « partagée »: commission additionnelle sur les transactions de l'OPCVM, partagée le cas échéant entre le dépositaire et la société de gestion.
Frais indirectement payés par l'OPCVM dans le cadre des fonds de fonds	6. Les frais supportés dans les OPCVM d'OPCVM au titre des OPCVM acquis en portefeuille et qui sont donc directement pris en compte dans la valeur liquidative de ceux-ci.
Les commissions supportées directement par l'investisseur lors des investissements et désinvestissements	
Frais payés par le souscripteur à l'entrée (en plus du prix de souscription) et à la sortie (en moins de la valeur de rachat)	7. Une part des commissions de souscriptions et de rachat peut rester acquise à l'OPCVM et sert à financer les coûts d'investissement, de constitution du portefeuille et de désinvestissement. Elle permet ainsi d'équilibrer les coûts entre les porteurs (ceux qui entrent et qui sortent et les autres).
	8. Une part des commissions de souscription et de rachat peut ne pas être acquise à l'OPCVM et rémunère fréquemment le réseau de distribution conjointement avec les rétrocessions versées par la société de gestion.

notice d'information ainsi que dans le rapport annuel. Il est nécessaire de préciser le processus de sélection des intermédiaires et leurs conditions de mise en application du principe de *best execution* posé par la réglementation.

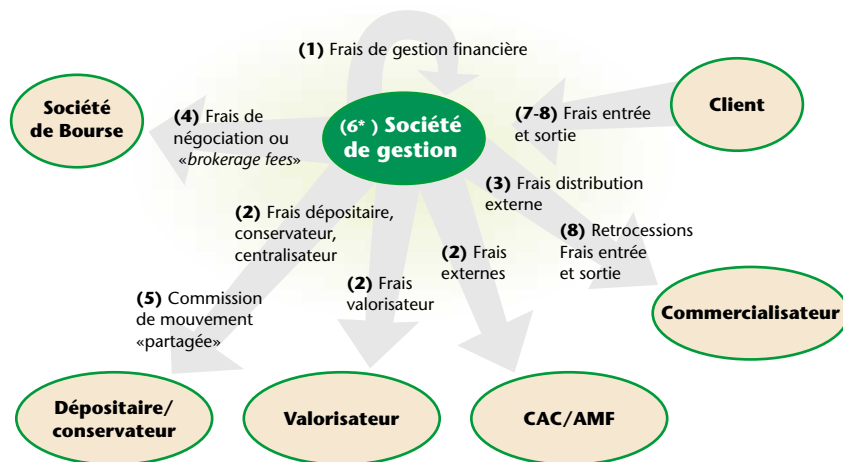
Les rétrocessions des commissions de mouvement, dites « commissions partagées » doivent être portées à la connaissance de la clientèle sous mandat dans le

compte rendu de gestion annuel et des porteurs de parts d'OPCVM dans son rapport annuel. Ces informations portent sur la perception ou non d'une commission partagée ainsi que sur le taux du produit réel et la clé de répartition entre la société de gestion et son dépositaire.

L'activité de fonds de fonds conduit les sociétés de gestion des fonds cibles à verser aux sociétés de

gestion des fonds de fonds des commissions d'apporteurs d'affaires. Cette information, jusqu'alors rarement communiquée à l'investisseur, doit dorénavant l'être. Leur existence et leur taux maximum rapporté à l'encours du fonds de fonds (partie A de la notice), ainsi que le taux réel du dernier exercice (partie B de la notice) doivent par ailleurs être précisés. Toutefois, la principale modification est qu'il

4. Principaux flux de frais de la gestion collective



Les chiffres entre parenthèses correspondent à ceux indiqués dans le tableau 3.

(6*) Dans le cas des fonds de fonds, frais indirectement payés par l'OPCVM.
NB : par lisibilité, l'OPCVM et la société de gestion n'ont pas été distingués.

n'est plus envisageable de verser de telles rétrocessions à la société de gestion mais uniquement à l'organisme porteur de parts.

ASSAINIR LA CONCURRENCE

Afin de mieux cerner les impacts du rapport Adhémar et du prospectus, Périclès Consulting mène une étude, notamment dans le cadre du Cercle d'Aspasie qui regroupe des clubs de professionnels. Ainsi, une trentaine d'établissements de gestion sont sollicités. Cette étude sera finalisée dans les semaines à venir, mais d'ores et déjà quelques grandes tendances se dégagent.

La demande de transparence est avant tout considérée par les

contributeurs de l'étude comme un moyen d'assainir certaines pratiques concurrentielles. En effet, en affichant l'ensemble des frais, le TFE permet de mettre à nu les pratiques des acteurs et ainsi de faire jouer la concurrence. Cette concurrence risque toutefois d'avoir des conséquences sur les sociétés de gestion qui devront compenser cette pression sur les frais en impactant, par exemple, les revenus de leurs produits, les coûts administratifs, les systèmes d'information ou encore les ressources humaines.

Concernant l'activité de fonds de fonds, le rapport Adhémar et le prospectus pourraient modifier

leurs principes de rémunération. Effectivement, l'équilibre économique actuel va être perturbé par l'interdiction d'effectuer des rétrocessions à la société de gestion du fonds de fonds. Afin de pallier ce manque à gagner pour la société de gestion des fonds cibles, des solutions sont envisagées : augmenter les droits d'entrée, les frais de gestion directe (TFE), les frais de tenue de comptes ou encore mettre en place un forfait à l'ouverture.

LA RÉFORME EST LANCÉE

De nombreux chantiers préparant l'application du rapport Adhémar et du prospectus sont en cours. Ils portent sur un périmètre qui comprend les nouveaux produits et, par anticipation sur le calendrier, les produits existants. D'ailleurs, quelques acteurs ont déjà entamé la réforme de leurs OPCVM, conformément à l'instruction COB de novembre 2003.

Si l'ensemble des intervenants doit être prêt pour l'échéance de juin 2005, ils n'ont pas encore une connaissance complète et quantifiée des impacts commerciaux et concurrentiels de ces nouveautés en termes de frais et de commissions. La véritable ampleur des chantiers reste à définir. ■