

Le 17 juillet 2006

CADRE DE REMUNERATION PAR LES SOCIETES DE GESTION DES SERVICES FOURNIS PAR LES INTERMEDIAIRES DE MARCHE

Fin 2005, l'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) et l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) ont entamé une réflexion commune sur le cadre dans lequel les sociétés de gestion rémunèrent les services qui leurs sont fournis par les intermédiaires de marché.

S'inscrivant dans un contexte français et international qui incite à mieux préciser le cadre de ces relations, cette réflexion a été articulée autour de cinq objectifs principaux :

- Rechercher la cohérence avec le dispositif récemment mis en œuvre au Royaume-Uni, compte tenu des liens importants qu'une grande majorité de sociétés de gestion et d'intermédiaires de marché entretiennent avec des acteurs de même nature installés dans ce pays.
- Préciser la nature des services d'exécution des ordres d'une part, d'aide à la décision d'exécution et d'investissement d'autre part, qui peuvent être rémunérés au travers des commissions versées lors de l'exécution d'une transaction initiée par une société de gestion agissant pour le compte de ses mandants.
- Formaliser le processus au terme duquel intermédiaires de marché et sociétés de gestion s'accordent sur la nature des services fournis et la valeur qu'ils procurent, considérant que la perception de cette valeur est trop souvent insuffisamment développée en France.
- Préciser les conditions dans lesquelles peuvent être mis en œuvre des contrats par lesquels les sociétés de gestion peuvent demander aux intermédiaires de marché qui exécutent les transactions, de réallouer à des tiers, tout ou partie de la rémunération versées au titre des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.
- Retenir un dispositif souple et évolutif, en mesure d'être aisément adapté par les établissements concernés en fonction de leur taille et de la nature de leurs activités.

Au terme de cette réflexion, l'AFEI et l'AFG ont décidé d'élaborer en commun une Charte de bonnes pratiques, articulée autour de onze grands principes généraux qui fixent le cadre de rémunération par les sociétés de gestion des services fournis par les intermédiaires de marché. Cette Charte de bonnes pratiques est accompagnée d'un Guide d'utilisation qui éclaire le contexte dans lequel elle se situe et apporte des précisions pratiques à la mise en œuvre des principes qu'elle édicte.

SOMMAIRE

CHARTE AFEI-AFG DE BONNES PRATIQUES	5
GUIDE D'UTILISATION DE LA CHARTE AFEI-AFG DE BONNES PRATIQUES	9
A. – Contexte général de la Charte AFEI-AFG	10
Un environnement français et international qui incite à préciser le cadre des relations entre sociétés de gestion et intermédiaires de marché	10
Des évolutions Outre-manche qui orientent <i>de facto</i> les solutions françaises	12
La Charte peut apporter une réponse indirecte à la problématique de l'analyse financière indépendante	13
La claire valorisation des services fournis aux sociétés de gestion constitue un enjeu de place	16
Le processus de revue, élément central d'une compréhension partagée de la valeur des services rendus	16
La commission de courtage partagée, une réponse adaptée qui permet de maintenir la globalisation de la rémunération tout en diversifiant les sources de service	17
La commission de courtage partagée, source de diversification des services utilisables	18
La commission de courtage partagée, conséquence du processus de revue	19
La catégorisation des services, un élément important des réflexions	21
Commission de courtage partagée et soft commissions	22
Tiers pouvant bénéficier de la commission de courtage partagée	23
Une réflexion limitée à ce stade aux seuls titres de capital	23
Une Charte AFEI-AFG qui ne traite pas de la question de la transparence des sociétés de gestion vis-à-vis de leurs mandants	24
Charte AFEI-AFG et cadre réglementaire	24
Charte AFEI-AFG et traitement des commissions de courtage partagées au regard des règles de TVA	24

B. – Contenu et portée des principes de la Charte AFEI-AFG	26
Principe 1	26
Principe 2	27
Principe 3	28
Principe 4	29
Principe 5	29
Principe 6	30
Principe 7	30
Principe 8	31
Principe 9	31
Principe 10	32
Principe 11	32
ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail	33
ANNEXE 2 : Présentation du dispositif d'<i>unbundling</i> adopté au Royaume-Uni	35
ANNEXE 3 : Exemple de services d'exécution	41
ANNEXE 4 : Exemple de services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement	45
ANNEXE 5 : Exemple de services exclus du périmètre des services autorisés	51
ANNEXE 6 : Eléments d'un contrat de commission de courtage partagée	53
ANNEXE 7 : Exemple type de reporting de commission de courtage partagée	54

CADRE DE REMUNERATION PAR LES SOCIETES DE GESTION DES SERVICES FOURNIS PAR LES INTERMEDIAIRES DE MARCHE

Charte AFEI-AFG de bonnes pratiques

Préambule

La Charte de bonnes pratiques fixant le cadre de référence dans lequel les sociétés de gestion rémunèrent les services qui leur sont fournis par les intermédiaires de marché est le fruit d'un travail conjoint entre l'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) et l'Association Française de la Gestion Financière (AFG). Les travaux qui ont conduit à son élaboration ont été menés en liaison avec la Société Française d'Analyse Financière (SFAF).

Dans un contexte où est souhaitée une meilleure connaissance des différents services fournis par les intermédiaires de marché et de la valeur qu'ils représentent pour les sociétés de gestion, et où il est préconisé de mettre en œuvre des mécanismes de partage de commission notamment au travers de la recommandation n° 5 du rapport de l'Autorité des marchés financiers publié en juillet 2005 (« *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante* »), la Charte AFEI-AFG est destinée à fournir un cadre de référence aux acteurs de la Place. Ce cadre de référence, volontairement souple pour laisser à chaque établissement une latitude d'organisation suffisante en fonction de sa taille et de la nature de ses activités, est articulé autour de onze principes, déclinés ci-après. Cette Charte a vocation à être utilisée par les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché lorsque le montant global des commissions versées par la société de gestion concernée dépasse un seuil suffisamment significatif.

Pour aider les établissements dans la mise en œuvre de ces principes, l'AFEI et l'AFG ont parallèlement élaboré un Guide d'utilisation de la Charte éclairant le contexte dans lequel elle se situe, apportant diverses précisions quant au contenu et la portée de chaque principe, et fournissant des exemples à partir desquels les intermédiaires de marché comme les sociétés de gestion peuvent, s'ils le souhaitent, décliner leurs propres procédures internes.

L'AFEI et l'AFG ont convenu de réexaminer annuellement la Charte et le Guide d'utilisation afin d'y apporter en tant que de besoin les modifications nécessitées par les circonstances.

Principe 1

Les commissions versées pour l'exécution d'une transaction initiée par une société de gestion agissant pour le compte de ses mandants à un intermédiaire de marché rémunèrent des services d'exécution des ordres et des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

Principe 2

Dans le cadre d'une relation de services organisée et régulière, et à condition que le montant global des commissions versées pour l'exécution des transactions initiées par une société de gestion dépasse un seuil suffisamment significatif, la pondération attachée à la rémunération des différentes prestations fournies au titre des services d'exécution ou des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement est déterminée au terme d'un processus de revue (*Broker review*), mené conjointement par la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

Principe 3

Le processus de revue concerne l'ensemble de la relation de services qui lie la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

Il est mené au vu des services précédemment fournis pendant une période de référence fixée d'un commun accord entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché. En tout état de cause, le processus de revue comporte au moins une réunion annuelle entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

Principe 4

Lors de l'entrée en relation d'une société de gestion et d'un intermédiaire de marché, il peut être effectué un processus de revue de nature prospective.

Principe 5

En fonction notamment des résultats dégagés par le processus de revue sont fixées, pour la période de référence qui suit ou toute autre période convenue, la nature des services fournis par l'intermédiaire de marché à la société de gestion et les conditions de leurs rémunérations.

Les conclusions sont conservées par les deux parties.

Principe 6

La société de gestion et l'intermédiaire de marché conservent toute latitude pour, d'un commun accord, modifier, avant l'échéance de la période de référence, les modalités d'organisation établies en vertu du principe 5.

Principe 7

La société de gestion peut demander à l'intermédiaire de marché, à condition que celui-ci lui fournisse au moins des services d'exécution, de reverser, à un ou plusieurs tiers désignés par elle, tout ou partie du montant des commissions perçues à l'occasion de la transaction aux fins de rémunérer des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

Les conditions de ce reversement au(x) tiers par l'intermédiaire de marché sont formalisées dans le cadre d'un contrat de commission de courtage partagée.

Le présent cadre de rémunération exclut explicitement une liste de services.

Principe 8

Un contrat de commission de courtage partagée ne peut être mis en œuvre que s'il existe un processus de revue.

Principe 9

Lorsqu'il existe, le contrat de commission de courtage partagée peut être réexaminé lors de chaque processus de revue ou à tout autre moment convenu entre la société de gestion et l'intermédiaire financier, et le cas échéant modifié.

Principe 10

Lorsqu'il existe, le contrat de commission de courtage partagée a vocation à se substituer au mécanisme de commissions en nature (*soft commissions*) entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

Principe 11

La société de gestion et l'intermédiaire de marché fixent les modalités d'un reporting assurant l'information de la société de gestion sur les conditions d'exécution des modalités convenues lors du processus de revue et, le cas échéant, du contrat de commission de courtage partagée.

Le reporting est fourni au moins une fois par an selon la périodicité convenue entre la société de gestion et l'intermédiaire du marché.

CADRE DE REMUNERATION PAR LES SOCIETES DE GESTION DES SERVICES FOURNIS PAR LES INTERMEDIAIRES DE MARCHE

Guide d'utilisation de la Charte AFEI-AFG de bonnes pratiques

1. Dans le courant du mois de novembre 2005, prenant acte non seulement de la recommandation n° 5 contenue dans le rapport publié par un groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers en juillet 2005 (« *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante* »), mais également des évolutions en cours au plan international, l'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) et l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) ont estimé nécessaire de réunir un groupe de travail commun, associant la SFAF, chargé de proposer un cadre de référence dans lequel les sociétés de gestion rémunèrent les services qui leurs sont fournis par les intermédiaires de marché.

Ce groupe de travail, qui s'est réuni sur une base quasi hebdomadaire jusqu'à fin janvier 2006, et dont la composition figure ci-après (*Voir Annexe 1*), a estimé souhaitable de mettre en place une Charte AFEI-AFG de bonnes pratiques fixant autour de onze principes généraux le cadre dans lequel les sociétés de gestion rémunèrent les services qui leur sont fournis par les intermédiaires de marché. Elaborée en étroite concertation avec l'AMF, la Charte AFEI-AFG a été publiée en juillet 2006, après avoir été approuvée par les Conseils de l'AFEI et de l'AFG.

2. Les discussions menées au sein du groupe de travail ayant mis en évidence la complexité du sujet en cause et l'importance d'en apprécier aussi clairement que possible ses multiples facettes, il est apparu nécessaire d'accompagner la Charte AFEI-AFG d'une partie qui éclaire les différentes problématiques en cause. Cette nécessité a été considérée d'autant plus grande que le groupe de travail a finalement choisi d'articuler la Charte autour d'un nombre limité de grands principes, pour l'appréciation desquels un référentiel commun apparaît particulièrement utile.

C'est l'objet de ce Guide d'utilisation de préciser le contexte dans lequel la Charte se situe, d'apporter diverses précisions quant au contenu et la portée de chaque principe, et de fournir des exemples à partir desquels les intermédiaires de marché comme les sociétés de gestion peuvent, s'ils le souhaitent, décliner leurs propres procédures internes.

3. Le Guide est articulé autour de trois parties. La première replace la Charte AFEI-AFG dans son contexte général et précise les objectifs poursuivis ; la deuxième explicite le contenu et la portée des principes édictés par la Charte ; la troisième, sous forme d'annexes, fournit des précisions supplémentaires, voire des exemples.

Comme la Charte, le Guide est destiné à être réexaminé annuellement par l'AFEI et l'AFG afin d'y apporter en tant que de besoin les modifications nécessitées par les circonstances.

A. – CONTEXTE GENERAL DE LA CHARTE AFEI-AFG

➤ **Un environnement français et international qui incite à préciser le cadre des relations entre sociétés de gestion et intermédiaires de marché**

4. La Charte AFEI-AFG s'inscrit dans un contexte français et international en pleine évolution, dans lequel une attention de plus en plus grande est portée à la nature des services rendus aux sociétés de gestion par les intermédiaires de marché et aux conditions de leur rémunération. Ces évolutions suivent trois axes que l'on peut synthétiquement décrire comme suit :

- une meilleure connaissance des services rendus aux sociétés de gestion ;
- une délimitation plus fine des services qui peuvent être rémunérés au travers des commissions payées aux intermédiaires de marché à l'occasion de l'exécution d'un ordre ;
- la mise en place de mécanismes permettant aux sociétés de gestion de demander aux intermédiaires de marché de réallouer tout ou partie des commissions ainsi versées vers un tiers en rémunération de services rendus par ce dernier.

5. Trois pays au moins, mais avec des approches différentes selon leur environnement juridique et de marché, se sont intéressés, dans une période récente, à ces questions.

- **Le rapport du groupe de travail AMF présidé par M. de Demandolx.**

En juillet 2005, l'AMF, dans le cadre d'un groupe de travail présidé par Monsieur de Demandolx, a publié un rapport intitulé « *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante* ». Emettant « *des propositions quant aux moyens de promouvoir ce type d'analyse et d'assurer la viabilité de son système de financement à long terme* », ce document préconise notamment que soit réglementairement autorisée « *la commission de courtage à facturation "partagée", qui distingue la rémunération du service d'exécution de celle de l'analyse financière et permette de reverser la partie relative à l'analyse à un bureau indépendant* » (Voir recommandation n° 5).

Comme le souligne en effet le rapport, à « *l'exemple du système récemment mis en place au Royaume Uni, il pourrait être envisagé de découpler la commission de courtage en deux prestations distinctes* :

- *d'une part, la prestation dite d'"exécution" comprenant la négociation, le back office, le suivi commercial et du marché du titre,*
- *d'autre part, la prestation d'analyse.*

Cette décomposition analytique de la facturation est la première étape fondamentale à franchir pour que le gestionnaire ait une appréciation des moyens qu'il alloue à la recherche "sell side". Le découplage des prestations permettrait en effet de redonner un prix ou une valeur "marchande" à l'analyse financière. La partie commission payée par l'investisseur et perçue par la société de bourse, pourrait à son tour être rétrocédée à un bureau d'analyste financier indépendant désigné par le donneur d'ordre et dans les proportions définies par celui-ci. Cette ré-allocation des moyens permettrait à terme le financement de bureaux d'études de taille significative, indépendants et pérennes, et ainsi encourager l'émergence d'une nouvelle forme d'analyse financière fondamentale ».

Sur cette question, voir aussi infra n° 10 et s.

- **Les évolutions intervenues au Royaume-Uni.**

En juillet dernier, la *Financial Service Authority* (FSA) a publié une réglementation (*Policy statement 05/9*) qui impose aux sociétés de gestion installées au Royaume-Uni de distinguer et d'extérioriser vis-à-vis de leurs mandants, parmi les commissions payées aux intermédiaires de marché, la part qui rémunère les services d'exécution de celle qui rémunère les autres services dont la recherche. Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006 avec une période de transition courant jusqu'au 30 juin 2006, cette réglementation est notamment venue se substituer à celle relative aux commissions en nature (« *soft commission* »).

Sa mise en œuvre a incité les associations professionnelles au cœur de ces problématiques¹ à se rapprocher pour examiner en commun les conditions dans lesquelles la transparence nouvelle ainsi exigée des sociétés de gestion pouvait leur être fournie par les intermédiaires de marché. Aussi, et encouragées en ce sens par la FSA, les associations professionnelles ont élaboré des codes de bonnes pratiques² qui organisent les conditions dans lesquelles cette transparence est assurée et transmise entre les différents acteurs.

Pour une présentation plus développée de ces évolutions, cf. infra Annexe 2.

- **Les évolutions en cours aux Etats-Unis.**

Constatant les évolutions réglementaires au Royaume Uni, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a publié, en novembre 2005, un document intitulé « *Commission guidance regarding client commission practices under Section 28 of the Securities Exchange Act of 1934* » dont l'objet est de clarifier les définitions des services d'exécution et de recherche que les *managers accounts* peuvent utiliser dans le cadre de la Section 28 de l'*Exchange Act*. La Section 28 établit un *safe harbor* qui permet aux *money managers* d'utiliser les fonds de leurs clients pour acquérir des services d'exécution et de recherche tout en respectant leurs obligations fiduciaires vis-à-vis de leurs clients.

Par ailleurs, il convient de souligner la nouvelle orientation annoncée en octobre 2005 par la société de gestion américaine Fidelity consistant à ne plus demander que des services d'exécution aux intermédiaires de marché, les autres services étant directement pris à sa charge. Le groupe de travail souligne toutefois que ce type d'évolution est peu susceptible de généralisation : seuls quelques rares acteurs, d'une taille similaire à celle de Fidelity, disposent en effet des ressources suffisantes pour procéder ainsi, notamment en développant leurs propres capacités d'analyse.

¹ La *London Investment Banking Association* (LIBA), qui représente les banques d'investissement installées à Londres et l'*Association of Private Client Investment Managers and Stock Brokers* » (APCIMS) qui représente les brokers anglais; l'*Investment Management Association* (IMA) et la *National Association of Pension Funds* (NAPF).

² Cf. le *Statement of good practice* publié par la LIBA en mars 2005 et le *Pension fund disclosure code* publié par l'IMA en mars 2005 ainsi que le *unbundling and soft commissions disclosure arrangements for APCIMS' members* publié par APCIMS en novembre 2005.

➤ **Une base réglementaire en partie déjà existante**

6. L'article 322-36 du RGAMF prévoit pour les sociétés de gestion que le choix des intermédiaires doit s'effectuer de manière indépendante dans l'intérêt des mandants ou des porteurs et l'article 322-50 impose d'ores et déjà aux sociétés de gestion de mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection et d'évaluation des intermédiaires prenant en compte des critères objectifs tels que l'exécution ou la recherche.

7. Ce devoir explique d'ailleurs qu'en dehors même des évolutions réglementaires accomplies ou devant se produire à brève échéance, les sociétés de gestion sont en tout état de cause de plus en plus attentives aux services externes qu'elles utilisent et rémunèrent.

L'attention forte portée par certains régulateurs à cette question depuis quelques mois ne conduit ainsi souvent qu'à accélérer un mouvement d'ores et déjà enclenché et à favoriser sa formalisation.

➤ ***Des évolutions Outre-manche qui orientent de facto les solutions françaises***

8. La Place de Paris ne vit pas dans un vase clos au sein duquel des intermédiaires de marché français fourniraient exclusivement des services à des sociétés de gestion françaises, et où ces dernières ne recouraient qu'aux services d'intermédiaires français. Les activités de gestion et d'intermédiation tirent une part non négligeable de leurs revenus des relations commerciales qu'elles entretiennent avec des acteurs étrangers, et en particulier des acteurs installés à Londres, compte tenu du poids que représente aujourd'hui cette Place financière au niveau européen, voire mondial.

Cette constatation, qui malgré son évidence gagne sans doute à être soulignée, introduit une conséquence directe : c'est l'absolue impossibilité d'asseoir le dispositif français de transparence des services et de leur rémunération sur des bases fondamentalement différentes de celles que le Royaume-Uni a mises en place. Il n'est en effet pas possible d'envisager que, de façon durablement crédible, la règle française puisse diverger d'une règle anglaise utilisée par des intervenants dont le nombre et le poids économique sont tout à fait significatifs en Europe. Il n'est pas plus possible d'envisager que les acteurs français, intermédiaires et gestionnaires, utilisent concurremment deux corps de normes : la norme française dans leurs relations internes ; la norme anglaise dans leurs relations internationales.

9. La réglementation édictée par la FSA et le cadre professionnel dessiné par les codes élaborés par les associations représentatives des intermédiaires et des gestionnaires au Royaume-Uni (cf. supra n° 5) constituent ainsi un corpus normatif qui a fortement orienté le groupe AFEI-AFG dans son approche de la problématique. Cette volonté, ou plutôt cet impératif de cohérence, ne signifie toutefois pas qu'il s'est simplement agi de traduire ce corpus au travers de la Charte AFEI-AFG. En revanche, le groupe de travail a constamment recherché la cohérence, et considéré qu'il ne pouvait éventuellement retenir des solutions divergentes que commandées par de réelles nécessités, liées aux particularités de l'environnement français.

Ce sont les raisons pour lesquelles la Charte AFEI-AFG présente de nombreuses similitudes avec les codes de bonnes pratiques produits par les associations britanniques.

➤ ***La Charte peut apporter une réponse indirecte à la problématique de l'analyse financière indépendante***

10. Il a déjà été souligné que l'environnement dans lequel s'inscrit la Charte AFEI-AFG comporte notamment le rapport produit par le groupe de travail de l'AMF présidé par Monsieur de Demandolx, et intitulé « *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante* » (cf. supra n° 5). Toutefois, par rapport à la problématique sous-tendue par cet intitulé même, il est bien évident que l'objectif du groupe AFEI-AFG n'a pas été de dégager directement des solutions permettant de favoriser l'émergence d'une capacité d'analyse financière indépendante, c'est-à-dire d'une capacité exercée au sein d'entités spécialisées n'exerçant simultanément aucune fonction d'intermédiation.

Comme le souligne d'ailleurs le rapport de l'AMF, le développement de l'analyse financière indépendante est une question beaucoup plus large, qui comporte notamment des aspects complexes de *business model*, qu'il n'était pas du ressort du groupe de travail de chercher à résoudre.

11. C'est pourquoi, parmi les huit recommandations que formule le rapport de l'AMF, la Charte AFEI-AFG n'adresse que la seule recommandation n° 5, et encore de manière non principale (cf. infra n° 26 et s.). Cette recommandation est cependant centrale dans la perspective du rapport puisqu'au travers du mécanisme de commission de courtage partagée que reconnaît et encadre la Charte, c'est la possibilité de réallouer, notamment à des entités d'analyse non liées à des intermédiaires de marché, une part des commissions versées à ces derniers à l'occasion de l'exécution des ordres. C'est ainsi une capacité de financement de l'activité d'analyse non liée à des intermédiaires de marché qui se trouve alors dégagée ...

Pour autant, la Charte AFEI-AFG n'a pas pour objet d'affecter exclusivement cette capacité de financement à la rémunération de l'analyse financière indépendante. C'est une possibilité au même titre que celle qui consisterait, par exemple, à permettre à une société de gestion d'acquérir chez un intermédiaire de marché des services d'exécution seulement, et chez un autre intermédiaire de marché des services d'analyse. Par ailleurs, et en tout état de cause, la nature des services qui peuvent être rémunérés aux travers de ce mécanisme va au-delà de la seule analyse financière (cf. infra n° 27 et s.).

➤ ***La claire valorisation des services fournis aux sociétés de gestion constitue un enjeu de place***

12. Rémunérer un service, c'est rémunérer la valeur que le fournisseur apporte à l'utilisateur de ce service. Il est donc essentiel de pouvoir déterminer avec précision où est cette valeur en répondant à la question : Quel service apporte quelle valeur ?

C'est pourquoi le groupe de travail a considéré que l'un des principaux enjeux de sa réflexion était d'assurer une claire perception de la valeur des services rémunérés au travers des commissions d'exécution. Or, son constat est que le processus existant en France est loin d'être satisfaisant.

13. Dans un contexte où les commissions versées lors de l'exécution des ordres rémunèrent également des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement, le groupe de travail a en effet observé que :

- Les services d'exécution sont trop souvent considérés comme une simple *commodity* à laquelle aucune valeur ajoutée n'est associée. Cette perception négative a été encouragée ces dernières années par le développement de services d'accès direct au marché (*DMA – Direct market access*). L'utilisation largement répandue d'écrans de routage d'ordres au sein des sociétés de gestion, leur permettant d'accéder en temps réel au marché avec une qualité d'information équivalente à celle dont bénéficient les participants de marché, et souvent pour un coût faible, voire très faible, a en effet contribué au développement du sentiment selon lequel l'exécution de marché est un acte sans réelle valeur ajoutée. Les clients français, bien plus que les clients étrangers, exercent ainsi une pression constante en vue de réduire la rémunération de l'acte d'exécution.
- Les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement, en particulier les services de recherche et d'analyse financière, ne sont pas suffisamment perçus comme apportant de la valeur³. De ce point de vue, le modèle dominant ces dernières années de l'analyse *sell side* a sans doute facilité cette absence de perception : en subordonnant le service d'analyse financière au service d'exécution, ce modèle a en effet favorisé le sentiment que le service payé était le seul service d'exécution et que la prestation d'analyse constituait un dû non rémunérable. La rémunération des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement subit de ce fait la même pression à la baisse que celle des services d'exécution.

14. Comme l'ont montré toutefois les discussions au sein du groupe de travail, cette absence de valeur généralement accordée tant aux services d'exécution qu'aux services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement, et qui caractérise particulièrement la situation française par rapport à celle d'autres places, ne correspond pas à la réalité.

D'une part, au niveau des services d'aide à l'exécution, les outils aujourd'hui développés par certaines sociétés de gestion pour analyser la qualité d'exécution des ordres mettent en évidence que cette qualité d'exécution constitue un facteur très important de la rentabilité des portefeuilles gérés : une exécution effectuée selon le bon timing avec un impact de marché minimisé peut avoir une incidence sans commune mesure avec les quelques points de base de rémunération qui sont parfois au centre des discussions entre sociétés de gestion et intermédiaires de marché.

D'autre part, au niveau des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement en général, du service d'analyse financière en particulier, il est également évident que leur qualité influe directement la rentabilité des portefeuilles gérés. Prendre la bonne décision d'investissement au bon moment est un élément décisif pour toute société de gestion. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle dans les processus de sélection / notation des intermédiaires de marché, la qualité des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement représente désormais un poids prépondérant.

³ Quand le sentiment n'est pas que le service d'analyse est destructeur de valeur. En la matière, l'appréciation fréquemment portée sur le rôle de l'analyse financière en général et de l'analyse *sell side* en particulier dans la constitution de la bulle Internet au début des années 2000 est particulièrement éclairante. Pour l'opinion publique, les analystes sont souvent identifiés comme les principaux, sinon les seuls responsables, occultant ainsi l'aveuglement collectif, caractéristique du phénomène de bulle, qui a joué alors.

15. Cette dissociation entre réalité de la valeur apportée au travers des services d'exécution ou d'aide à la décision d'exécution et d'investissement et niveau de rémunération de ces services devient désormais tout à fait préoccupante dans un environnement soumis à une intense compétition internationale, et où la qualité de ces services est d'abord constituée par la qualité des hommes qui les fournissent.

En effet, dans des métiers où « l'outil de travail prend l'ascenseur tous les soirs », la capacité des acteurs à fournir des services de marché de haut niveau, qu'il s'agisse des services d'exécution ou des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement, qu'ils soient rendus par des intermédiaires de marché au sens strict du terme ou par d'autres catégories d'acteurs, est intimement liée à leur capacité à attirer et retenir les meilleurs talents humains.

16. Or, il est aujourd'hui vain d'espérer que cette capacité puisse durablement subsister si ces acteurs ne sont pas en mesure d'obtenir une rémunération des services qu'ils fournissent comparable à celle qui existe à l'étranger. Rémunération moindre à qualité comparable des services signifie en effet capacité moindre à rétribuer les hommes qui les produisent, et donc tentation forte pour ceux-ci d'aller exporter leurs talents auprès d'employeurs à même de les reconnaître, en les rétribuant à la valeur que leur accorde le benchmark international. Si l'attraction de Londres pour beaucoup de salariés français tient à différents éléments, sa capacité à rétribuer les talents de marché en est un non négligeable.

Plus largement, dans un contexte où une part très importante de services d'exécution et d'aide à la décision d'exécution est d'investissement est aujourd'hui fournie par des établissements internationalement implantés et ayant une forte clientèle étrangère, des arbitrages de ressources seront nécessairement réalisés. Si les clients français n'acceptent pas de rémunérer à leur juste valeur les services qui leurs sont fournis, la réallocation des ressources internes disponibles sera effectuée au profit des clients qui les rémunèrent le mieux. La prise de conscience des coûts attachés aux différents types de services qui résultent des évolutions en cours Outre-manche va accélérer cette tendance, considérée comme irrésistible au sein du groupe de travail.

17. La question de la valorisation des services fournis aux sociétés de gestion prend alors toute sa dimension de Place. Outre des conséquences directes en termes d'appauvrissement du bassin d'emploi et de la valeur ajoutée globale générée par la Place, c'est plus généralement la qualité et l'intensité des services rendus aux sociétés de gestion françaises à partir de la Place de Paris qui est en jeu.

Dans le schéma décrit, le risque est réel d'une déperdition de substance dont on ne voit pas très bien le bénéfice final qui pourrait en être retiré. Si l'on admet que la qualité des services d'exécution et d'aide à la décision d'exécution et d'investissement sont des éléments indispensables de la valeur créée par les sociétés de gestion au profit de leurs mandants, la voie est sans issue. Une fois détruites les capacités existantes à Paris⁴, les sociétés de gestion, et sauf à concevoir qu'elles pourraient durablement générer une moindre performance que leurs concurrentes étrangères, devront aller acquérir ces services auprès d'établissement installés hors de France. Non seulement les services seront alors tarifés en fonction du benchmark international, mais en plus, compte tenu du manque de proximité des acteurs, il n'est pas assuré que leurs besoins soient totalement satisfaits.

⁴ Sinon en présence du moins en qualité, les meilleurs allant exercer à l'étranger au sein d'acteurs capables de les rétribuer en fonction de la valeur réelle qu'ils produisent.

Par ailleurs, il est difficile d'imaginer qu'une telle situation soit sans effet pour les émetteurs.

18. L'analyse du groupe de travail est ainsi qu'à moins d'une prise de conscience et d'un renversement de tendance rapides, la pression forte et constante exercée à la baisse sur les commissions d'exécution destinées à rémunérer services d'exécution et d'aide à la décision d'exécution et d'investissement conduira inévitablement à l'attrition des services rendus sur la Place de Paris.

➤ **Le processus de revue, élément central d'une compréhension partagée de la valeur des services rendus**

19. C'est donc parce qu'est absolument nécessaire une juste perception de la valeur apportée au travers des différents services fournis que le processus de revue constitue l'élément central de la Charte AFEI-AFG. Ce processus de revue, plus souvent connu sous sa dénomination anglo-saxonne de *Broker review*, est celui au terme duquel société de gestion et intermédiaire de marché s'accordent sur la rémunération ou la pondération attachée à chacun des services fournis et qu'en fonction de cette évaluation, l'intérêt économique de leur fourniture est jugé, tant par la société de gestion que par l'intermédiaire de marché⁵.

Concrètement, le processus de revue suppose tout d'abord que la société de gestion apprécie en interne, le plus souvent au travers de mécanismes de vote qui peuvent être relativement complexes, la valeur fournie par chaque service. Ensuite, s'engagera avec l'intermédiaire de marché une discussion commerciale dont l'objet sera de confronter, service par service, la valeur estimée par la société de gestion avec celle attribuée par l'intermédiaire de marché. Au final, seront alors déterminés la nature des services rendus et le niveau de leur rémunération⁶.

20. Tel que décrit, le processus de revue ne saurait bien évidemment constituer une innovation à mettre au crédit du groupe de travail. Il constitue une pratique depuis longtemps déjà en vigueur, prolongement direct de l'obligation faite aux sociétés de gestion par la réglementation de « *mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection et d'évaluation des intermédiaires et contreparties prenant en compte des critères objectifs tels que le coût de l'intermédiation, la qualité de l'exécution, de la recherche ou du traitement administratif des opérations* » (RG AMF, art. 322-50).

Toutefois, comme l'a constaté le groupe de travail, le processus de revue reste insuffisant en France dans la mesure où trop souvent il ne permet pas à l'intermédiaire de marché de comprendre et d'analyser les raisons pour lesquelles la valeur estimée par la société de gestion diffère sensiblement de celle qu'il lui attribue. Il existe donc un besoin fort de formalisation du processus de revue afin que la perception de la valeur générée par chaque service puisse être réellement partagée entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché. C'est ce partage de la perception de la valeur qu'organise avant tout la Charte AFEI-AFG.

⁵ La société de gestion peut estimer que le coût du service est trop élevé par rapport à son intérêt. L'intermédiaire peut prendre la décision de cesser de fournir certains services, considérant qu'ils ne sont pas suffisamment rémunérés.

⁶ Etant précisé que celui-ci s'apprécie, et le point mérite d'être souligné, dans la durée de la relation et non rigoureusement opération par opération.

21. Le processus de revue constituant une contrainte organisationnelle tant pour la société de gestion que pour l'intermédiaire de marché, le groupe de travail a estimé que celle-ci ne se justifiait pleinement que lorsque la relation de services est suffisamment importante. Le stade précis à partir duquel celle-ci remplit cette condition, conduisant donc à la mise en place d'un processus de revue, n'est toutefois pas fixé par la Charte. Le groupe de travail a en effet estimé que trop d'éléments pouvaient entrer en considération pour permettre la prédétermination d'une règle générale. La charte prévoit donc le processus de revue dès l'instant où *«le montant global des commissions versées pour l'exécution des transactions initiées par une société de gestion dépasse un seuil significatif »* (**Principe 2**).

Néanmoins, pour permettre aux sociétés de gestion et aux intermédiaires de marché d'apprécier plus précisément les situations qui sont ainsi concernées, le groupe de travail considère :

- d'une part que le seuil est significatif quand le montant total des commissions versées annuellement par la société de gestion est supérieur à 1 million d'Euros ;
- d'autre part, que, dans ce cas, la société de gestion doit mener le processus de revue avec au moins les cinq intermédiaires de marché auquel sont versés les montants de commissions les plus importants.

Le groupe de travail a convenu que ces critères quantitatifs devront spécifiquement être réexaminés dans le cadre de la revue annuelle que mèneront l'AFEI et l'AFG : il s'agira en effet de vérifier leur pertinence au regard de l'expérience concrète qui sera retirée des premiers mois de mise en œuvre de la Charte.

22. Par rapport à ce souci de ne pas imposer de contrainte organisationnelle disproportionnée par rapport à la finalité poursuivie, il est bien évident que, lorsque le processus de revue existe, sa périodicité et son intensité doivent être plus ou moins importantes selon l'importance et la diversité de la relation de service existant entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché. Ainsi, si dans beaucoup de situations une revue seulement annuelle s'impose, pour les relations les plus importantes en revanche, la valorisation des services rendus peut être effectuée sur une base semestrielle, voire trimestrielle. De même, si la revue peut être menée de manière globale pour les relations de services à caractère ponctuel ou celles dont la valeur est marginale par rapport à l'ensemble de l'activité, pour les relations les plus importantes, il pourra être justifié de distinguer en fonction, d'une part, des différents objectifs ou mode de gestion des fonds gérés et, d'autre part, des différents marchés sur lesquels les services sont fournis.

Dans tous les cas cependant, le processus de revue doit permettre *in fine* de convenir des conditions de rémunération applicables à chaque service fourni.

- ***La commission de courtage partagée, une réponse adaptée qui permet de maintenir la globalisation de la rémunération tout en diversifiant les sources de service***

23. Aujourd'hui, comme le rappelle la Charte AFEI-AFG (**Principe 1**), les commissions versées par les sociétés de gestion aux intermédiaires de marché à l'occasion de l'exécution des ordres rémunèrent en pratique, de manière globalisée, un ensemble de services qui ressortent de deux grandes catégories selon qu'il s'agit d'un service appartenant à celle des services d'exécution à proprement parler ou à celle des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement (cf. infra n° 27 et s.).

Si le processus de revue permet de valoriser distinctement chaque service, pour autant leur rémunération n'est pas éclatée. Une rémunération éclatée supposerait en effet une facturation éclatée, ce qui n'est aujourd'hui pas possible dans le cadre d'un mécanisme qui repose sur des avis d'opéré comportant une composante « exécution » et une composante « aide à la décision d'exécution et d'investissement » qu'il est impossible opérationnellement et techniquement de distinguer. En effet, le flux de production des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement n'est pas corrélé à court terme avec le flux des exécutions. Les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement comprennent différents types de périodicité : du flash journalier à l'étude compacte annuelle ; différents types de contenu et différents types de formatage (cf. annexe 4) alors que les transactions sont réalisées de façon continue.

C'est d'ailleurs bien l'objectif du processus de revue de permettre d'assurer une concordance entre les deux flux sur le moyen terme : dans le cadre de la période de référence définie contractuellement entre l'intermédiaire de marché et la société de gestion, il s'agit de consolider les flux de rémunération liés à des services d'exécution pour les équilibrer de façon extra-comptable avec les flux de rémunération liés à des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

24. Les sociétés de gestion rémunérant globalement, au travers des commissions d'exécution, un ensemble de prestations qu'elles reçoivent des intermédiaires de marché, la question de la sélection du service précis qu'elles souhaitent recevoir, et pour lequel seulement une rémunération sera versée, ne se posait pas réellement jusqu'à aujourd'hui. Ainsi, il reste habituel qu'une société de gestion ne puisse accéder aux services d'un intermédiaire de marché qu'en lui fournissant un flux d'exécution minimum générant des commissions d'exécution qui, en pratique, donnent accès à l'ensemble des prestations fournies par cet intermédiaire de marché, et non seulement à celles qui intéressent spécifiquement la société de gestion.

Cette technique de « prestations liées », qui a cependant répondu à un réel besoin des sociétés de gestion pendant de nombreuses années, est désormais remise en cause dans le droit fil des évolutions constatées Outre-manche. De plus en plus de sociétés de gestion souhaitent en effet disposer d'une pleine capacité de choix qui leur permette d'acquérir les meilleurs services de chaque fournisseur. Elles veulent également pouvoir, lorsque cela est possible, acquérir des services en dehors du périmètre des intermédiaires de marché.

25. La commission de courtage partagée, préconisée pour les raisons précédemment décrites par le rapport du groupe de travail de l'AMF présidé par M. de Demandolx (cf. supra n° 5, 10 et 11), et mise en œuvre par la Charte AFEI-AFG, constitue une réponse adaptée par rapport à ce double objectif de maintien d'une rémunération globale d'une part, de diversification des sources de services d'autre part.

La commission de courtage partagée est le dispositif contractuel par lequel une société de gestion convient avec un intermédiaire de marché qu'une part préalablement définie de la rémunération qui lui est versée au travers des commissions de courtage pourra, à l'initiative de la société de gestion, être reversée à un tiers qui lui fournit un service « complémentaire » à l'acte d'exécution (sur ce point, cf. infra n° 27 et s.). Ainsi, tout en continuant à payer globalement à travers l'acte d'exécution, les sociétés de gestion se trouvent en mesure de diversifier les fournisseurs de service auxquels elles peuvent recourir.

➤ **La commission de courtage partagée, conséquence du processus de revue**

26. Indubitablement, la capacité à réallouer vers un tiers une partie de la rémunération versée lors de l'exécution des ordres est liée à l'existence d'un processus de revue qui, en amont, permet de déterminer précisément la nature des différents services couverts par cette rémunération et leur valorisation. C'est en effet seulement la transparence obtenue grâce au processus de revue qui permet à la société de gestion et à l'intermédiaire de marché de convenir des conditions dans lesquelles ce dernier peut reverser à des tiers une partie de la commission reçue.

C'est pourquoi la Charte AFEI-AFG comporte, en complément du processus de revue qu'elle formalise, un volet qui permet la mise en œuvre d'un mécanisme de commission de courtage partagée ([Principe 7](#)). Le mécanisme de commission de courtage partagée n'est toutefois ici que la conséquence indirecte du processus de revue. Il ne peut exister sans lui ([Principe 8](#)), mais ce n'est pas parce que le processus de revue existe que le mécanisme de la commission de courtage partagée s'impose. Certains gestionnaires peuvent très bien estimer, et le sentiment du groupe de travail est que cette situation ne devrait pas être exceptionnelle, que les prestations rendues par l'intermédiaire de marché auquel il recourt sont correctement valorisées et rémunérées, et qu'ainsi aucune réallocation vers un tiers lui fournissant une prestation complémentaire n'est nécessaire.

➤ **La catégorisation des services, un élément important des réflexions**

27. Le groupe de travail s'est interrogé sur la nature des services qui peuvent, au travers du mécanisme de commission de courtage partagée faire l'objet d'une réallocation vers un tiers. A cet égard, il lui est apparu que le mécanisme des commissions d'exécution permettait de rémunérer deux grandes catégories de services : ceux qui peuvent être regroupés sous la dénomination générique de services d'exécution d'une part, ceux qui peuvent être regroupés sous celle de services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement d'autre part.

Les services d'exécution peuvent généralement se définir comme l'ensemble des moyens humains et techniques mis à la disposition de la société de gestion afin de permettre la réalisation d'un investissement ou d'un désinvestissement dans des conditions optimales après avoir utilisé ou non des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement. Ils englobent :

- la fourniture d'informations explicatives ou prédictives sur les mouvements de marché ;
- l'exécution des ordres quelle que soit la forme que prend cette exécution (DMA, Algorithme, ordre discrétionnaire, recherche de liquidité ...) ;
- le suivi des exécutions : confirmation, reporting, règlement livraison.

Les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement peuvent généralement se définir comme l'ensemble des moyens humains et techniques mis à la disposition des sociétés de gestion afin de leur apporter de la valeur ajoutée dans leur décision d'investissement ou de désinvestissement. Ils englobent :

- la recherche ;
- l'analyse financière ;
- les prestations de conseil et de vente ;
- l'accès aux entreprises et à leurs dirigeants ;
- l'analyse des transactions.
- La fourniture d'information de marché selon les cas de figure

28. Sur la base de cette dissociation en deux grandes catégories, et à l'image de la solution adoptée au Royaume-Uni, le groupe de travail a considéré que seule la rémunération liée aux services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement pouvait faire l'objet d'une réallocation vers un tiers, à l'exclusion donc de celle attachée aux services d'exécution. Il a en effet estimé que le paiement effectué à l'intermédiaire de marché chargé de procéder à la réallocation d'une partie de la rémunération reçue au travers de la commission d'exécution ne serait pas suffisamment causé s'il n'incluait pas, à tout le moins, la rémunération des services d'exécution.

C'est pourquoi la Charte AFEI-AFG pose le principe qu'un contrat de commission de courtage partagée ne peut être conclu qu'avec un intermédiaire de marché fournissant au moins des services d'exécution pour permettre le reversement à un ou plusieurs tiers désignés par elle de « *tout ou partie du montant des commissions rémunérant des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement qui lui ont été versées à l'occasion de l'exécution pour son compte de transactions* » ([Principe 7](#)).

29. Bien évidemment, ce choix d'un mécanisme de commission de courtage partagée qui ne concerne que les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement rend particulièrement sensible la question de la catégorisation des services. La possibilité de réallouer vers un tiers une partie de la rémunération reçue au travers de la commission d'exécution suppose en effet que le service qui bénéficie de cette réallocation entre dans la catégorie des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

De ce point de vue, au-delà des indications précédemment données (cf. supra n° 27), il sera observé que la Charte AFEI-AFG ne fournit pas de catégorisation des services en distinguant ceux qui relèvent des services d'exécution tout d'abord, des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement ensuite, des autres services enfin. La définition des autres services, c'est-à-dire ceux qui ne peuvent entrer ni dans la catégorie des services d'exécution, ni dans celle des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement constitue notamment une question lourde de conséquences puisque ces services ne peuvent être rémunérés par des commissions de courtage, et ne peuvent donc faire l'objet de contrats de commission de courtage partagée.

30. L'observation que des débats étaient encore en cours sur cette question au Royaume-Uni, alors que la réflexion y a plus de deux ans d'antériorité, a incité le groupe de travail à privilégier une démarche d'autant plus prudente que cette classification ressort aussi largement du rôle du régulateur. Aussi, a-t-il choisi de seulement proposer une catégorisation de manière indirecte au travers de listes d'exemples figurant en annexe de ce Guide d'utilisation ([Annexes 3, 4 et 5](#)).

Compte tenu des disparités importantes de *level playing field* que cette question peut entraîner en Europe, et alors que la SEC a également entrepris des réflexions sur cet aspect (cf. supra n° 5), le groupe de travail préconise qu'une harmonisation des services entrant dans chaque catégorie soit menée au niveau européen par le Comité Européen des Valeurs Mobilières (CESR), en liaison avec les autorités américaines.

31. Toutefois, et en attendant que cette harmonisation soit menée à son terme, le groupe de travail a souhaité proposer une liste de services, qui, à l'évidence, entrent dans la catégorie des services interdits (**Principe 7**) :

- les services d'évaluation des portefeuilles ;
- l'achat ou la location d'ordinateurs ;
- le paiement de lignes téléphoniques dédiées ;
- l'inscription à des séminaires ;
- l'abonnement à des publications ;
- le paiement de voyages, loisirs ;
- le paiement de logiciels d'administration comme les traitements de texte ou programmes de comptabilité ;
- l'adhésion à des associations professionnelles ;
- l'achat ou location de bureaux ;
- le paiement du salaire des employés ;
- les paiements directs en espèces ;
- les services de conservation des titres.

➤ **Commission de courtage partagée et soft commissions**

32. Le Règlement Général de l'AMF, dans son article 322-44, précise les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion peuvent recevoir des intermédiaires de marché ou de leurs contreparties des commissions en nature (*soft commissions*).

Schématiquement décrite, la pratique de la commission en nature consiste, pour l'intermédiaire de marché, à prendre financièrement en charge la fourniture à la société de gestion de certaines prestations, en particulier l'accès à des informations électroniques de marché. Cette pratique, qui s'apparente à un mécanisme de rétrocession de commissions (sauf qu'il ne concerne pas des espèces mais une prestation externe non payée directement par la société de gestion), est subordonnée à l'existence d'un courant d'ordres confié à l'intermédiaire de marché par la société de gestion. Si elle s'est fortement développée dans les années quatre-vingt-dix, cette pratique tend toutefois à se réduire fortement depuis quelques années.

Article 322-44 du RG AMF

Des commissions en nature peuvent être fournies par les intermédiaires ou contreparties à la société de gestion de portefeuille dès lors que :

- 1° Elles ne contreviennent pas à l'obligation de meilleure exécution des ordres et de mise en concurrence des intermédiaires ;
- 2° Elles présentent un intérêt direct pour les mandants ou les porteurs ;
- 3° Elles ne sont pas versées en espèces ni constitutives d'une prise en charge de prestations, biens ou services qui correspondent aux moyens dont doit disposer la société de gestion telles que la gestion administrative ou comptable, la rémunération du personnel, la mise à disposition de locaux ;
- 4° Elles font l'objet d'une convention écrite, communiquée aux personnes, au sein de la société de gestion, en charge du contrôle interne ou de la déontologie ;
- 5° Elles font l'objet d'une évaluation par la société de gestion et sont mentionnées dans les comptes annuels.

Dès lors que le montant total des commissions en nature rapporté au chiffre d'affaires de la société de gestion lié à l'activité de gestion de portefeuille excède 1 %, les modalités de mise en oeuvre de ces commissions sont décrites dans le rapport de gestion de la société de gestion, qui précise en particulier leur nature, les accords les régissant, leur évaluation, leur utilisation et les mesures mises en oeuvre pour prévenir ou traiter les conflits d'intérêts dans le choix des intermédiaires.

33. Dans ce cadre, le groupe de travail considère que, dès lors que le mécanisme de commission de courtage partagée est mis en place par une société de gestion, il se substituera à celui de la commission en nature, à l'instar de ce qui s'est produit au Royaume-Uni. Il n'y a en effet pas d'utilité a priori à maintenir deux régimes concomitants dont l'un (la commission de courtage partagée), ayant un périmètre plus large, engloberait l'autre. Cette substitution à terme est ainsi prévue par la Charte AFEI-AFG (**Principe 10**).

Pour autant, le groupe de travail n'a pas jugé qu'il lui appartenait de fixer le délai au terme duquel cette substitution devait être assurée. Il estime en effet que cette décision appartient à l'AMF qui devrait prévoir une période de transition au cours de laquelle les deux régimes pourraient cohabiter afin de permettre aux sociétés de gestion et aux intermédiaires de marché, qui ont actuellement des contrats de commission en nature, de les transformer en contrats de commission de courtage partagée. A cet égard, il doit être observé que, confrontée à la même situation, la FSA a décidé une période de transition de six mois entre le 1^{er} janvier 2006 et le 1^{er} juillet 2006, étant précisé que cette période de transition avait au surplus été annoncée six mois plus tôt. Le groupe de travail préconise une période de transition de 18 mois.

➤ **Tiers pouvant bénéficier de la commission de courtage partagée**

34. Le groupe de travail s'est interrogé sur la nature des tiers qui peuvent bénéficier de la commission de courtage partagée, et plus particulièrement sur l'intérêt d'en délimiter le périmètre. Compte tenu du souci précédemment rappelé de favoriser la diversification des sources de services à disposition des sociétés de gestion (cf. supra n° 24 et s.), il est bien évident toutefois qu'il ne pouvait être envisagé de limiter le bénéfice de la réallocation de rémunération permise par la commission de courtage partagée aux seuls entités régulées que sont les intermédiaires de marché (prestataires de services d'investissement). Les services d'aide à la décision d'investissement concernés peuvent en effet être fournis par des entreprises sans statut particulier, comme des sociétés spécialisées dans l'analyse financière ou des fournisseurs de données de marché.

Le groupe de travail ne retient donc aucune délimitation des bénéficiaires des mécanismes de commission de courtage partagée étant souligné que la société de gestion doit être, à tout moment, en mesure de justifier de ses choix.

35. Dans ce contexte, le groupe de travail a spécifiquement examiné la question du versement de la commission de courtage partagée à une entité appartenant au même groupe que la société de gestion. Ce mécanisme pourrait en effet apparaître comme favorisant certains détournements : il en est ainsi de la situation où la société de gestion isolerait son activité d'analyse financière dans une structure spécialisée pour permettre sa rémunération via des mécanismes de commissions de courtage partagées, alors que la rémunération de l'analyse *buy side* au travers des commissions d'exécution n'est aujourd'hui pas possible.

En la matière, le groupe de travail estime toutefois que la plus grande transparence apportée par le processus de revue est de nature à renforcer les bonnes pratiques et à éviter de tels détournements. En particulier, les organes de contrôle interne des OPCVM (conseils d'administration, commissaires aux comptes, ...) disposeront de plus d'informations pour apprécier la qualité des services achetés par les sociétés de gestion. Le processus de revue est ainsi un moyen approprié pour gérer, *a priori* et *a posteriori*, les conflits d'intérêts potentiels, et ce d'autant plus qu'il est mené de façon régulière.

Il est toutefois certain que la situation particulière des filiales directes de sociétés de gestion, qui seraient bénéficiaires de mécanismes de commissions de courtage partagées, doit être examinée avec une attention particulière par rapport à la réglementation en vigueur.

➤ ***Une réflexion limitée à ce stade aux seuls titres de capital***

36. Bien que ne le précisant pas, la Charte AFEI-AFG est seulement applicable dans le cadre d'une relation de services portant sur des titres de capital ou assimilés. Si une réflexion de cette nature devra sans doute être étendue, en l'adaptant, à d'autres instruments financiers comme les titres de taux ou les produits dérivés, il n'entraîne toutefois pas dans la mission du groupe de travail de chercher à traiter les questions liées à ces catégories de titres.

En tout état de cause, une telle extension devra être menée en concertation avec la Fédération Bancaire Française.

➤ ***Une Charte AFEI-AFG qui ne traite pas de la question de la transparence des sociétés de gestion vis-à-vis de leurs mandants***

37. Derrière la question de la transparence des intermédiaires de marché vis-à-vis des sociétés de gestion se profile immédiatement celle de la transparence des sociétés de gestion vis-à-vis de leurs mandants. A la différence de la situation française, c'est d'ailleurs le point de départ des profondes évolutions réalisées en Grande Bretagne (*Annexe 2*).

Le groupe de travail n'avait toutefois pas mandat de traiter cette question importante qui comme cela a déjà été souligné est déjà au centre des réflexions d'un certain nombre de sociétés de gestion. La raison en est simple s'agissant d'une question qui concerne les seules sociétés de gestion et non les intermédiaires de marché : cet aspect n'a en effet pas vocation à être traité dans le cadre d'une démarche associant l'AFEI et l'AFG. Il relève exclusivement de l'AFG.

➤ **Charte AFEI-AFG et cadre réglementaire**

38. La Charte AFEI-AFG a été conçue comme un dispositif autonome, participant d'une technique d'autorégulation, de nature à doter les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché d'un outil commun, standardisé et adaptable en fonction de l'évolution des pratiques et technologies de marché, qui facilite la gestion opérationnelle de relations commerciales s'inscrivant dans un cadre multilatéral.

Pour autant, et comme le relève d'ailleurs la recommandation n° 5 du rapport de l'AMF, la mise en œuvre en France de la commission de courtage partagée paraît devoir s'accompagner d'un aménagement du Règlement Général de l'AMF. Il ne semble pas en effet, et les premières analyses des services de l'AMF vont en ce sens, que le cadre actuel de la réglementation, compte tenu particulièrement des dispositions des articles 322-41 et 322-44, autorise la réalisation d'accords de commissions de courtage partagées.

Le groupe de travail a donc formulé auprès de l'AMF des propositions de modification de son Règlement Général permettant d'asseoir le mécanisme de la commission de courtage partagée.

➤ **Charte AFEI-AFG et traitement des commissions de courtage partagées au regard des règles de TVA**

38. Le traitement fiscal des commissions de courtage partagées doit être examiné au regard de la nature de la prestation qu'elles rémunèrent. La référence à la nature de la prestation et non pas à la qualité du prestataire est un principe retenu par la CJCE⁷ et par l'administration fiscale française encore récemment⁸.

Aux termes de la charte AFG- AFEI (principe 1), « les commissions versées à un intermédiaire de marché lors d'une transaction rémunèrent les services d'exécution d'ordres et des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement », ces services étant inhérents et indissociables de l'activité d'intermédiation.

Les commissions d'exécution d'ordres relèvent de la catégorie des opérations sur titres. Ces opérations sont, en principe, exonérées de TVA en vertu de l'article 13 B-d-5 de la 6^{ème} directive TVA, et en France de l'article 261 C 1 d du CGI. Toutefois, elles peuvent en France, être soumises à TVA en cas d'option du prestataire (article 260 B du CGI).

⁷ CJCE 4 Mai 2006 – Aff C 169/04 Abbey National PLC – Consédrant n°66

⁸ Compte rendu approuvé DLF du colloque AFEI – AFG du 27 Septembre 2005 et Instruction fiscale BOI 3 L-3-05

Les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement doivent être considérés comme des prestations indissociables des opérations d'exécution d'ordres dans la mesure où elles concourent à la prise de décision par la société de gestion de passer un ordre de transaction auprès de l'intermédiaire de marché.

En conséquence, ces prestations relèvent également de la catégorie des opérations sur titres, qu'elles soient effectuées par l'intermédiaire de marché lui-même ou par un autre prestataire réalisant des opérations telles que celles énumérées dans la Charte (recherche, analyse financière...).

Si la Direction de la Législation Fiscale n'a pas encore eu l'occasion de se prononcer sur la qualification au regard de la TVA des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement tels que définis par la Charte AFEI AFG, cependant, dans un autre domaine, celui des opérations de gestion des OPCVM, il a été considéré par le Conseil d'Etat (arrêt Sogefonds du 6 avril 2001) que les opérations administratives et comptables sont des opérations « indissociables » de l'activité de gestion d'un FCP alors même qu'elles sont exercées par une personne distincte de la société de gestion en titre. Et elles sont alors exonérées de TVA sauf option du prestataire.

La Direction de la Législation Fiscale a repris ce raisonnement en précisant au paragraphe 30 de l'instruction 3 L-3-05 du 3 Août 2005 sur la TVA financière : « *l'exonération du f du 1° de l'article 261 C du CGI concerne les opérations de gestion indissociables de l'activité d'un OPCVM* ». De même, l'arrêt de la CJCE dans l'affaire « Abbey National PLC » du 4 mai 2006, retient l'expression « *forment un ensemble distinct apprécié de façon globale et sont spécifiques et essentiels à la gestion de ces fonds* » pour caractériser « de gestion » des services de gestion administrative et comptable sous traités.

Sur la base du raisonnement retenu en matière d'opérations de gestion d'OPCVM, il va donc être demandé à la Direction de la Législation Fiscale de bien vouloir confirmer que les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement rendues dans les conditions visées par la Charte doivent être soumis au même régime de TVA que les opérations d'exécution.

Si la Direction de la Législation Fiscale répond positivement tout frottement fiscal ne sera pas éliminé. Ce n'est pas parce que l'intermédiaire de marché n'a pas opté pour la TVA que le prestataire de services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement fera le même choix. Il n'en reste pas moins qu'une palette de choix sera alors ouverte, permettant aux sociétés de gestion de choisir leurs fournisseurs de services d'aide à la décision en connaissance de cause du risque de frottement fiscal existant par rapport à l'intermédiaire de marché avec lequel a été mis en place un contrat de commission de courtage partagée.

B. – CONTENU ET PORTEE DES PRINCIPES DE LA CHARTE AFEI-AFG

39. En complément des observations formulées dans la première partie de ce document, mais aussi souvent en s'appuyant sur celles-ci, un certain nombre d'éléments peuvent être apportés pour permettre d'apprécier plus précisément le contenu et la portée de chaque principe énoncé par la Charte. Ces éléments sont les suivants.

Principe 1

Les commissions versées pour l'exécution d'une transaction initiée par une société de gestion agissant pour le compte de ses mandants à un intermédiaire de marché rémunèrent des services d'exécution des ordres et des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

40. Les sociétés de gestion ici visées sont les sociétés de gestion de portefeuille mentionnées à l'article 322-1 du Règlement Général de l'AMF, c'est-à-dire tant celles qui effectuent de la gestion collective que celles qui réalisent de la gestion individuelle. Les transactions initiées par les tables de négociation filialisées agissant pour le compte de la société de gestion sont réputées initiées par cette dernière.

Les intermédiaires de marché ici visés sont des prestataires de services d'investissement qui exécutent des ordres pour le compte de sociétés de gestion, que cette exécution soit réalisée selon une technique d'exécution d'ordre pour compte de tiers au sens strict (*RG AMF, art. 312-2*), ou selon une technique de négociation pour compte propre (*RG AMF, art. 312-4*). Sont également visés les intermédiaires de marché qui agissent selon une technique de réception transmission d'ordres pour le compte de tiers (*RG AMF, art. 312-1*), à condition toutefois qu'ils soient « opaques » vis-à-vis du client, c'est-à-dire que le client n'ait pas de lien contractuel avec le négociateur qui, en pratique, est un sous-traitant du transmetteur d'ordres.

41. L'exécution des ordres par l'intermédiaire de marché donne lieu au paiement d'une commission, qui représente la rémunération du service fourni à cette occasion. En pratique, la facturation est effectuée au travers de l'avis d'opéré qui rend compte des conditions d'exécution de la transaction dans les conditions prévues par le règlement général (*RG AMF, art. 321-72, 3°*).

S'agissant des sommes ainsi payées par les sociétés de gestion, elles constituent des frais d'intermédiation au sens du règlement général (*RG AMF, art. 322-41, 1°*). En tant que telle, la commission s'impute donc directement dans les comptes de l'OPCVM pour le compte duquel la transaction est réalisée.

42. Les commissions ainsi versées rémunèrent la prestation d'exécution considérée *stricto sensu* mais aussi un ensemble d'autres services qu'un certain nombre d'intermédiaire de marché fournissent « traditionnellement » à leurs clients institutionnels. Ces autres services sont regroupés par la Charte AFEI-AFG sous la dénomination de services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement, en ce qu'ils constituent des éléments qui sous-tendent la décision d'acheter ou de vendre des instruments financiers.

Les services d'exécution et les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement constituent ainsi le périmètre des services dits « autorisés », par opposition aux services dits « interdits » en ce qu'ils ne peuvent pas être rémunérés au travers des commissions de courtage.

La Charte AFEI-AFG ne délimite pas le contenu des services autorisés et des services interdits pour les raisons précédemment exposées (cf. infra n° 27 et s.). Cependant sont fournis en annexe des exemples de services d'exécution (*Annexe 3*), de services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement (*Annexe 4*) et de services interdits (*Annexe 5*).

43. Bien que ce ne soit pas expressément indiqué, la Charte ne concerne que les situations dans lesquelles sont en cause des services attachés à des opérations sur titres de capital ou assimilés (cf. supra n° 36).

Principe 2

Dans le cadre d'une relation de services organisée et régulière, et à condition que le montant global des commissions versées pour l'exécution des transactions initiées par une société de gestion dépasse un seuil suffisamment significatif, la pondération attachée à la rémunération des différentes prestations fournies au titre des services d'exécution ou des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement est déterminée au terme d'un processus de revue (*Broker review*), mené conjointement par la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

44. Pour les raisons précédemment rappelées (cf. supra n° 19 et s.), le processus de revue est l'élément central de la Charte AFEI-AFG puisque c'est au travers de lui que doit être assurée une compréhension partagée de la valeur des services fournis par l'intermédiaire de marché à la société de gestion.

C'est en fonction de cette valeur, et au regard de l'ensemble de la relation commerciale qui les unit, que tant la société de gestion que l'intermédiaire de marché décideront, pour l'un, de continuer à acheter tout ou partie des services fournis par l'intermédiaire de marché, pour l'autre, de continuer ou non à fournir tout ou partie de ses services au gestionnaire. Ainsi décrit, et par rapport au souci d'allocation de ses ressources par l'intermédiaire de marché (cf. plus spécifiquement sur ce point, supra n° 16), le processus de revue constitue en quelque sorte un mécanisme d'enchères permettant de fixer le prix auquel l'intermédiaire de marché est prêt à fournir ses services, la société de gestion à les acheter.

45. La Charte AFEI-AFG limite du champ de la mise en place du processus de revue dès lors que « le montant global des commissions versées pour l'exécution des transactions initiées par une société de gestion dépasse un seuil suffisamment significatif ».

Les raisons de cet encadrement général et les conditions dans lesquelles il doit être apprécié ayant été développées précédemment (cf. supra n° 21 et 22), il ne paraît pas utile d'y revenir ici.

Principe 3

Le processus de revue concerne l'ensemble de la relation de services qui lie la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

Il est mené au vu des services précédemment fournis pendant une période de référence, fixée d'un commun accord entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché. En tout état de cause, le processus de revue (*Broker review*) comporte au moins une réunion annuelle entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

46. Le processus de revue doit être exhaustif et concerner l'ensemble de la relation de services qui lie l'intermédiaire de marché et la société de gestion, étant toutefois une nouvelle fois rappelé que cette relation n'est concernée que pour autant que les services fournis portent sur des titres de capital ou assimilés (cf. supra n° 36 et 43).

47. Le processus de revue consiste en pratique à examiner *a posteriori* l'ensemble des services qui ont été fournis depuis la précédente revue ou le démarrage de la relation. La période sur laquelle porte ainsi la revue est dénommée période de référence.

La période de référence doit être adaptée en fonction de l'importance de la relation en cause. Elle est au moins annuelle mais peut aussi être semestrielle, voire trimestrielle dans les cas où l'intensité des services fournis le justifie (sur ce point, cf. infra n° 22). La définition de la période de référence à prendre en considération ressort d'un accord entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché. Il est bien évident toutefois que plus le montant de commission en cause est important, plus il existe un fort intérêt réciproque de l'intermédiaire de marché et de la société de gestion à ce que le processus de revue soit mené à échéances suffisamment rapprochées.

48. Il est évident que le processus de revue à échéance seulement annuelle doit être suffisamment formalisé, avec exigence d'au moins une réunion permettant à l'intermédiaire de marché et à la société de gestion de confronter leurs points de vue. La réunion, occasion de rencontre physique, apparaît en effet tout à fait indispensable pour assurer qu'une compréhension partagée de la valeur des services fournis existe réellement.

En revanche, lorsque la période de référence est plus courte, les processus de revue menés de façon intermédiaire peuvent être envisagés de façon plus souple : conférence call, envoi de document, ...

49. Il est recommandé d'adapter la périodicité des périodes de référence de façon à ce que chaque exercice fiscal soit considéré distinctement. Ainsi, lorsque tant la société de gestion que l'intermédiaire de marché clôturent leur exercice fiscal le 31 décembre, il est souhaitable que la période de référence en tienne compte.

Principe 4

Lors de l'entrée en relation d'une société de gestion et d'un intermédiaire de marché, il peut être effectué un processus de revue de nature prospective.

50. Le processus de revue étant un mécanisme *a posteriori*, il n'a de sens au démarrage de la relation entre un intermédiaire de marché et une société de gestion que d'un point de vue prospectif. C'est ce que rappelle ce principe.

Cette discussion prospective a d'autant plus d'utilité que la relation de services doit aboutir au versement d'un montant significatif de commissions. Elle est en tout état de cause nécessaire si la société de gestion souhaite que soit mis en œuvre un contrat de commission de courtage partagée pour convenir de la rémunération qui sera affectée aux services d'exécution et de celle qui sera affectée aux services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement (cf. infra n° 52).

51. S'agissant d'une discussion prospective, elle peut être moins formalisée que ce qui est exigé en situation normale. Il est seulement nécessaire qu'elle constitue une base suffisante au premier processus de revue qui sera ensuite mené.

Principe 5

En fonction notamment des résultats dégagés par le processus de revue sont fixées, pour la période de référence qui suit ou tout autre période convenue, la nature des services fournis par l'intermédiaire de marché à la société de gestion et les conditions de leurs rémunérations.

Les conclusions sont conservées par les deux parties.

52. C'est en fonction du résultat dégagé par le processus de revue que sont convenus la nature des services fournis pendant la période de référence qui suit, ou toute période convenue, et le montant de leur rémunération.

En pratique, cette rémunération est appréciée globalement pour chaque catégorie de services fournis pendant la période considérée, et non à chaque opération à laquelle donne lieu le service.

53. Les conclusions issues du processus de revue doivent faire l'objet d'une trace écrite conservée par les deux parties. S'il ne s'agit pas à proprement parler d'un contrat, le souci n'étant pas de renforcer le formalisme de la relation, il convient toutefois qu'une certaine matérialisation soit réalisée pour assurer l'efficacité du processus de revue.

Principe 6

La société de gestion et l'intermédiaire de marché conservent toute latitude pour, d'un commun accord, modifier, avant l'échéance de la période de référence, les modalités d'organisation établies en vertu du principe 5.

54. D'un strict point de vue juridique, l'intérêt de ce principe n'apparaît pas : d'un commun accord en effet, les parties ont toujours la possibilité de modifier les termes qui les lient. Pour éviter toute ambiguïté sur ce point, il a toutefois été estimé souhaitable de préciser que la Charte n'a pas pour objet de figer les relations entre sociétés de gestion et intermédiaires de marché pendant la période de référence.

Quand les circonstances le nécessitent, les parties ont donc toute latitude pour modifier la nature de leurs relations commerciales. Il peut en être ainsi parce que la société de gestion a modifié ses processus d'investissement par exemple. Il peut en être aussi ainsi parce que l'intermédiaire de marché n'est plus en mesure de fournir les services initialement prévus par exemple.

Principe 7

La société de gestion peut demander à l'intermédiaire de marché, à condition que celui-ci lui fournisse au moins des services d'exécution, de reverser, à un ou plusieurs tiers désignés par elle, tout ou partie du montant des commissions perçues à l'occasion de la transaction aux fins de rémunérer des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement.

Les conditions de ce reversement au(x) tiers par l'intermédiaire de marché sont formalisées dans le cadre d'un contrat de commission de courtage partagée.

Le présent cadre de rémunération exclut explicitement une liste de services.

55. Le mécanisme de la commission partagée répondant à un réel besoin des acteurs (cf. supra n° 23 et s.), la Charte AFEI-AFG détermine trois conditions de mise en œuvre au travers de ce principe.

Tout d'abord, le contrat de commission de courtage partagée n'est possible qu'avec un intermédiaire qui fournit au moins des services d'exécution (cf. supra n° 28).

Ensuite, le reversement de rémunération rendu ainsi possible ne peut toutefois concerner que les services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement pour les raisons précédemment rappelées (cf. supra n° 28).

Enfin, les conditions de ce reversement doivent être fixées contractuellement dans le cadre de ce qu'il a été convenu de dénommer un contrat de commission partagée (cf. infra n° 57).

Sur la nécessité d'avoir un processus de revue comme autre condition préalable, cf. infra n° 59.

56. Les bénéficiaires de la commission de courtage partagée, dès lors qu'il s'agit de services qui ne sont pas nécessairement fournis par des entités régulées, peuvent ne pas être des intermédiaires de marché.

Sur la question des tiers bénéficiaires, cf. supra n° 34 et s.

57. La mise en œuvre d'un mécanisme de commission de courtage partagée doit faire l'objet d'une contractualisation. Cette contractualisation n'a pas nécessairement besoin d'être réalisée dans le cadre d'un contrat spécifique ; elle peut l'être au travers de l'insertion d'un certain nombre de clauses dans un contrat traitant d'autres aspects.

Pour constituer toutefois un contrat de commission de courtage partagée au sens de la Charte AFEI-AFG, cette contractualisation nécessite l'insertion d'un certain nombre de dispositions. Ces dispositions *a minima* sont précisées en annexe (*Annexe 6*).

58. La mise en œuvre d'un contrat de partage de commission ne constitue en aucune façon une obligation. Cette faculté est laissée à la libre appréciation de la société de gestion et de l'intermédiaire de marché (cf. supra n° 26).

Principe 8

Un contrat de commission de courtage partagée ne peut être mis en œuvre que s'il existe un processus de revue.

59. Les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché ne peuvent conclure d'accord de commission de courtage partagée que s'il existe un processus de revue. Celui-ci constitue en effet un préalable indispensable dans la mesure où sans claire valorisation des différents services fournis, il ne saurait être envisagée la réallocation vers un tiers d'une partie de la rémunération versée au travers des commissions d'exécution (cf. supra n° 26).

Cela signifie plus notamment qu'une société de gestion qui ne serait pas dans l'une des situations nécessitant un processus de revue (cf. supra n° 21, 22 et 45), mais qui souhaiterait mettre en œuvre un contrat de commission de courtage partagée, doit en tout état de cause avoir un processus de revue.

Principe 9

Lorsqu'il existe, le contrat de commission de courtage partagée peut être réexaminé lors de chaque processus de revue ou à tout autre moment convenu entre la société de gestion et l'intermédiaire financier, et le cas échéant modifié.

60. Le processus de revue peut être l'occasion de réexaminer le contrat de commission de courtage partagée : il apparaît en effet souhaitable que le réexamen des services fournis et des conditions de leur rémunération influe sur le contrat de commission de courtage partagée. Pour autant, sa modification n'est pas une conséquence inéluctable.

Principe 10

Lorsqu'il existe, le contrat de commission de courtage partagée a vocation à se substituer au mécanisme de commissions en nature (*soft commissions*) entre la société de gestion et l'intermédiaire de marché.

61. Pour les raisons précédemment rappelées (cf. supra n° 32 et s.), les contrats de commission de courtage partagée ont vocation à se substituer aux commissions en nature.

Principe 11

La société de gestion et l'intermédiaire de marché fixent les modalités d'un reporting assurant l'information de la société de gestion sur les conditions d'exécution des modalités convenues lors du processus de revue et, le cas échéant, du contrat de commission de courtage partagée.

Le reporting est fourni au moins une fois par an ou selon les modalités convenues entre la société de gestion et l'intermédiaire du marché.

62. L'exécution du contrat de commission de courtage partagée donne lieu à un reporting de l'intermédiaire de marché vers la société de gestion. Les conditions de ce reporting doivent être prévues dans le contrat de commission partagée (cf. supra n° 57). Un exemple de reporting est fourni en annexe (*Annexe 7*).

ANNEXE 1

COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

GROUPE PLENIER

- **Franck Becker** (Directeur Général Adjoint) – AGF Asset Management
- **Hugues Bernamonti** (Directeur Adjoint des Gestions Actions) - SG Asset Management
- **Wenceslas Betolaud** (Directeur Juridique) - Exane BNP Paribas
- **Pierre Bouhanna** (Directeur Relations Clientèle) - Exane BNP Paribas
- **Negib Bouhouita** (Chef de projet) – Axa Investment Managers
- **Bernard Coupez** (Directeur Recherche Externe et Relations Brokers) - BNP Paribas Asset Management
- **Bernard Descreux** (Directeur de la Gestion) – Sogeposte
- **Didier Lemenestrel** (Président) – Financière de l'Echiquier
- **Boris Marchand** (Direction des Gestions) - Natexis Asset Management
- **Thierry Morcillo** (Directeur Général) – Morgan Stanley SA
- **Jean Paul Pierret** (Directeur exécutif de Natexis Bleichroder) – Société Française d'Analyse Financière
- **Bertrand Patillet** (Directeur Général Adjoint) – Crédit Agricole Cheuvreux SA
- **Marie-Pierre Peillon** (Responsable Analyse Financière et Crédit) - Groupama Asset Management
- **Bertrand de Saint Mars** (Délégué Général Adjoint) - AFEI
- **Philippe Tibi** (Président) – UBS Securities France SA
- **Charles-Henri de Tredern** (Gérant) – Oddo et Cie
- **Vincent Zeller** (Directeur Général Délégué) - Groupama Asset Management

Rapporteurs :

- **Emmanuel de Fournoux** (Directeur) – AFEI
- **Eric Pagniez** (Délégué Général Adjoint) - AFG

* Les membres du groupe de travail dont le nom est souligné ont fait parti d'un petit groupe restreint (dit groupe « Tête de pont ») chargé d'élaborer des propositions soumises ensuite à l'examen du groupe plénier.

SOUS-GROUPE FISCAL

- **Claire Acard** (Avocate associée) – Ernst & Young Société d'Avocats
- **Christophe Aldebert** (Avocat associé) – CMS Bureau Francis Lefebvre
- **Jean-Claude Bouchard** (Avocat Associé) - TAJ
- **Nathalie Martin-Queulin** (Avocate) - Landwell & Associés
- **Emmanuel de Fournoux** (Directeur) – AFEI
- **Frédéric Ghidalia** (Avocat, Directeur spécialisé en TVA) – Ernst & Young Société d'Avocats
- **Eric Pagniez** (Délégué Général Adjoint) - AFG
- **Thierry Pons** (Avocat Associé) – LPA Lefèvre Pelletier & Associés
- **Bertrand de Saint Mars** (Délégué Général Adjoint) – AFEI
- **Emmanuel Strauss** (Responsable fiscal) - Natexis, Président du Comité Fiscal de l'AFEI
- **Philippe Vaysse** (Avocat Associé) - Landwell & Associés

Rapporteurs :

- **Annick Montel** (Directrice des Affaires Fiscales et Comptables) - AFG
- **Eric Vacher** (Conseiller pour les Affaires Fiscales) – AFEI



ANNEXE 2

PRESENTATION DU DISPOSITIF D'UNBUNDLING ADOPTÉ AU ROYAUME-UNI

➤ ***Un nouveau dispositif de transparence des rémunérations est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2006***

1. En juillet dernier, dans un souci de transparence à l'égard des mandants des sociétés de gestion, la FSA a publié une réglementation (*Policy statement 05/9*) qui impose à ces sociétés de distinguer, parmi les frais payés aux intermédiaires de marché (brokers), ceux qui rémunèrent les services d'exécution de ceux qui rémunèrent les services dits de « recherche⁹ ». Cette réglementation, qui parallèlement interdit les mécanismes de commission en nature¹⁰, est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006 avec une période de transition courant jusqu'au 30 juin 2006.

➤ ***Une nouvelle réglementation qui est le fruit d'un long processus de concertation de la FSA avec les intermédiaires financiers.***

2. En avril 2003, la FSA a lancé une consultation (*CP 176*) intitulée « *Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements* ». La FSA considérait, à l'époque, que le régime des commissions versées par les sociétés de gestion aux intermédiaires de marché n'était pas satisfaisant dans la mesure où 40% environ des commissions versées par les sociétés de gestions aux intermédiaires de marché rémunéraient des services autres que des services d'exécution, à savoir des services de recherches et/ou des données d'information de marché, en vertu d'accords de services globaux « *full (ou bundled) broking* » ou d'accords de commission en nature (« *soft commission arrangements* »). Cette « opacité » constatée conduisait la FSA à s'interroger sur les conditions de gestion des conflits d'intérêt auxquels peuvent être confrontées les sociétés de gestion dès lors que leurs clients n'avaient pas la possibilité de connaître les services achetés au travers des commissions versées aux intermédiaires de marché. En particulier, la FSA indiquait que le régime des *soft commissions* pouvait inciter les sociétés de gestion à faire payer directement pas les OPCVM des services normalement à la charge de la société de gestion elle-même, et dans cette perspective, sélectionner les intermédiaires de marché non pas en fonction de sa qualité d'exécution, mais de son acceptation de ce mécanisme.

Pour remédier à cette situation, la FSA proposait, d'une part, de limiter la liste des biens et services autres que l'exécution pouvant être acquis au travers des commissions versées aux intermédiaires de marché et, d'autre part, de demander aux sociétés de gestion d'évaluer le montant des commissions versées pour rémunérer ces biens et services et de les rétrocéder à leurs clients (« *the rebate proposal* »).

⁹ Cette notion constitue en réalité un terme générique ayant un champ plus large que celui généralement couvert et qui correspond au périmètre des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement tels que définis par la Charte AFEI-AFG.

¹⁰ La commission en nature ou *soft commission* est un mécanisme dans lequel le broker prend à sa charge le paiement d'une prestation directement fournie à la société de gestion par un tiers.

3. La proposition de la FSA a donné lieu à de vifs débats entre le régulateur et les entreprises d'investissement et notamment les associations professionnelles anglaises. En mai 2004, la FSA a publié le résultat de sa consultation et fait de nouvelles propositions (*Policy statement 04-13*). Dans ce document, la FSA reconnaissait que s'il existait un consensus sur la nécessité d'accroître la transparence sur la nature des commissions versées par les sociétés de gestion, les solutions proposées dans son document de consultation (*CP 176*) restaient largement controversées. En particulier, les associations professionnelles ont fait savoir que la mise en place d'une rétrocession (« *the rebate proposal* ») n'était pas économiquement pertinente, étant susceptible de pénaliser l'industrie de la gestion au Royaume-Uni et de remettre en cause la viabilité économique des sociétés de recherche indépendantes. Par ailleurs, la FSA observait que les propositions faites par les associations professionnelles, notamment l'*Investment Management Association* (IMA), de mettre en place des procédures d'informations des clients des OPCVM sur la nature des commissions versées pouvait constituer une solution acceptable. Enfin, la FSA prenait en compte le développement du mécanisme de commission partagée (« *Commission Sharing agreement* ») en relevant qu'il pouvait constituer une alternative acceptable au mécanisme de commission en nature (« *soft commission* »).

En conséquence, la FSA a alors proposé une solution combinant des mesures réglementaires et un cadre normatif directement proposé par l'industrie (« *market-driven measures* »). Les associations professionnelles se sont, dans ce cadre, engagées à proposer des solutions permettant d'accroître l'informations des clients des OPCVM sur la nature des services achetés aux intermédiaires de marché par les sociétés de gestion. A cette fin, elles se sont attachées à l'élaboration de codes de bonnes pratiques destinés à permettre cette nouvelle transparence.

4. En juillet 2005, la FSA a publié sa nouvelle réglementation (*Policy statement 05/9*) qui vient en complément des codes de bonnes pratiques élaborés par les associations professionnelles. Le nouveau dispositif a pour objectifs :

- ✓ de n'autoriser le versement de commissions que pour l'acquisition de services d'exécution et de recherche,
- ✓ d'exiger que les sociétés de gestion donnent à leurs mandants des informations sur les services acquis par les commissions,
- ✓ d'améliorer les relations commerciales entre les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché afin d'assurer aux clients les meilleurs services possibles d'exécution et de recherche rémunérés par les commissions versées,
- ✓ de promouvoir la concurrence entre les intermédiaires de marchés qui fournissent à la fois des services d'exécution et de recherche et les sociétés de recherche indépendantes.

➤ **La nouvelle réglementation de la FSA ne s'applique qu'aux sociétés de gestion.**

5. La nouvelle réglementation de la FSA ne concerne que les sociétés de gestion et non les intermédiaires de marché. Elle est articulée autour de trois principes majeurs :

- ✓ elle supprime, à compter du 1^{er} juillet 2006, l'ancien régime des commissions en nature (« *soft commission* »),
- ✓ elle définit les services d'exécution et de recherche,
- ✓ elle impose aux sociétés de gestion de donner des informations périodiques sur la nature des commissions versées en distinguant les montants qui rémunèrent les services d'exécution de ceux qui rémunèrent les services de recherche.

➤ **La nouvelle réglementation établit une classification des différents services rendus dans le cadre d'opérations financières**

6. Pour permettre cette distinction entre les frais alloués à des services d'exécution et ceux alloués à des services de recherche, le *Policy statement* 05/9 du FSA définit génériquement chacune de ces deux grandes catégories de services.

- ✓ Est rattaché à l'exécution tout bien ou service qui est « *(a) linked to the arranging and conclusion of a specific investment transaction (or series of related transactions); and (b) provided between the point at which the investment manager makes an investment or trading decision and the point at which the investment transaction (or series of related transactions) is concluded* ».
- ✓ Est rattaché à la recherche tout bien ou service qui est « *capable of adding value to the investment or trading decisions by providing new insights that inform the investment manager when making such decisions about its customers' portfolios; (b) whatever form its output takes, represents original thought, in the critical and careful consideration and assessment of new and existing facts, and does not merely repeat or repackage what has been presented before; (c) has intellectual rigour and does not merely state what is commonplace or self-evident; and (d) involves analysis or manipulation of data to reach meaningful conclusions* ».

7. *A contrario*, est fournie une liste de biens ou services qui ne constituent ni de l'exécution, ni de la recherche. Sont ainsi concernés :

- *services relating to the valuation or performance measurement of portfolios;*
- *computer hardware;*
- *dedicated telephone lines;*
- *seminar fees;*
- *subscriptions for publications;*
- *travel, accommodation or entertainment costs;*
- *office administrative computer software, such as word processing or accounting programmes;*
- *membership fees to professional associations;*
- *purchase or rental of standard office equipment or ancillary facilities;*
- *employees' salaries;*
- *direct money payments;*
- *publicly available information; and custody services relating to designated investments belonging to, or managed for, customers other than those services that are incidental to the execution of trades.*

Par ailleurs, une certaine « zone grise » subsiste. Elle concerne notamment les biens et services de *post-trade analytics*¹¹ et ceux de *raw data feeds*¹².

¹¹ FSA indiquant notamment "Our view is that many of the new analytical IT products being developed (which are commonly called 'post-trade analytics') are not 'execution': for example, those products that provide information about the quality of markets generally (e.g., liquidity, market impact, comparisons of the trading of various brokers and the like against different benchmarks). While acknowledging that many of these services are useful or important to investment managers, we are not persuaded that these are valid reasons for including them in the goods and services which can be acquired with commission. So, we are staying with our existing policy approach. But we do recognise that information about how well a broker conducted a particular transaction or series of transactions for an investment manager could fall within the execution parameter. We also consider that, as many of the vendors of these services are not brokers, it is important to provide equal regulatory treatment as between brokers and third party providers".

8. Dans son *Policy statement* 05/9, la FSA précise notamment que l'intermédiaire de marché n'a pas la responsabilité de s'assurer que les biens ou services acquis par la société de gestion entrent dans le cadre des services autorisés. Cette responsabilité incombe à la société de gestion.

➤ **Les associations professionnelles ont mis en place des codes de bonnes pratiques permettant d'assurer la transparence vis-à-vis des clients des fonds**

9. Une des clefs de voûte du nouveau dispositif anglais est constituée par les codes de bonnes pratiques élaborés par les associations professionnelles. L'adoption de ces codes a permis à la FSA de mettre en place une réglementation qui ne soit pas trop contraignante pour les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché. Les codes de bonnes pratiques ont pour objet d'assurer la transparence vis-à-vis des clients des fonds. Trois codes de bonnes pratiques ont été édictés par les associations professionnelles.

- ✓ Le *Statement of good practice* publié par la *London Investment Banking Association* (LIBA). Ce code régit les relations commerciales entre les intermédiaires de marché représentés par la LIBA et les sociétés de gestion. Il instaure un processus de revue régulière (*broker review*) entre l'intermédiaire de marché et la société de gestion dont l'objet principal est de déterminer de façon globale la part des rémunérations versées au titre de l'exécution des ordres de celles versées au titre de la recherche. Le processus de revue permet également de convenir des montants qui pourront être reversés à des tiers pour rémunérer des services dans le cadre d'accords de commission partagée.
- ✓ Le *Pension fund disclosure code* publié en mars 2005 par l'*Investment Management Association* (IMA) et la *National Association of Pension Funds* (NAPF). Ce code établit les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion informent leurs mandants sur la nature des commissions versées aux intermédiaires de marché.
- ✓ Le *Unbundling and soft commisisions disclosure arrangements for APCIMS' members* publié en novembre 2005 par l'*Association of Private Client Investment Managers and Stock Brokers* (APCIMS)

➤ **Les travaux se poursuivent au Royaume-Uni.**

10. La FSA et les entreprises d'investissement considèrent que les travaux sur la question du nouveau dispositif ne sont pas encore achevés et doivent être poursuivis. La FSA souhaite notamment que des approfondissements soient apportés par les associations professionnelles sur la transparence applicable aux OPCVM *retail*.

¹² Définis comme "price feeds or historical price data that have not been manipulated or analysed in any way". A cet égard FSA indique : "We continue to believe that raw data feeds should not be permitted as research services. Data that has been manipulated into some form of output may be research, as long as the tests set down in our rules are met. While we accept that raw data feeds play a role in helping firms to achieve best execution, we do not believe that this automatically makes them an execution service that can be paid for with commission. If investment managers choose to pay for a service that they believe assists them fulfil their regulatory obligation of best execution, then they should consider the most appropriate way to do so. So to the extent that a raw data feed meets our criteria for an 'execution service', it could be classified as such, but investment managers must be able to justify the decision to do so".

Par ailleurs, la FSA, la LIBA, l'IMA et la NAPF vont discuter ensemble afin de mesurer les conséquences concrètes de la nouvelle réglementation sur l'industrie et vérifier si les objectifs poursuivis ont été atteints.

Enfin, la FSA a entrepris des discussions avec la SEC sur la définition des services autorisés.



ANNEXE 3

EXEMPLE DE SERVICES D'EXECUTION RENDUS PAR LES INTERMEDIAIRES DE MARCHE

1. Conseil en stratégie d'exécution

1.1. Fournitures d'information sur le marché

Les intermédiaires de marché fournissent des d'informations sur l'état du marché (sur la liquidité, les flux, les intervenants sur un titre ou un secteur).

Ils effectuent des recommandations sur le timing et le mode d'exécution de l'ordre.

La pertinence de l'information et sa valeur dépendent étroitement de la part de marché de l'intermédiaire de marché et de sa capacité à anticiper les mouvements de marché.

Ces services permettent à la société de gestion de gérer au mieux le délai entre la décision d'investissement et la production de l'ordre sur le marché (coût d'opportunité).

1.2. Analyse pré-négociation

Les intermédiaires de marché fournissent des mesures prédictives de l'impact de marché en fonction de la taille, du timing. Ils font des recommandations sur le timing et le mode d'exécution de l'ordre.

La valeur de l'analyse fournie est fonction des investissements et dépenses consentis par l'intermédiaire de marché en matière de recherche quantitative.

Ce conseil est particulièrement valorisé dans le cadre d'opération de restructuration de portefeuille (restructuration sectorielle, *transition management*), le gérant étant particulièrement attentif à ne pas détruire de valeur à cette occasion.

Ces analyses permettent aux intermédiaires de marché de proposer le bon arbitrage, en moyenne, entre le risque de provoquer un fort impact de marché par une exécution rapide et le risque de volatilité qui est une fonction croissante du temps.

2. Services d'exécution

2.1. Offre d'accès direct au marché (DMA)

Les intermédiaires de marchés mettent à disposition de leurs clients des systèmes d'accès directs à un ou plusieurs marchés.

L'utilisation du DMA est plutôt réservée aux ordres à impact de marché nul ou faible ou à des sociétés de gestion qui souhaitent intervenir en tout anonymat sur le marché. La société de gestion assume l'essentiel de la responsabilité du résultat.

2.2. Offre Algorithmique et Program-Trading

Les intermédiaires de marché proposent des services d'offre algorithmique et de program-trading. La qualité de l'offre dépend de la performance et variété des algorithmes en fonction des objectifs fixés et des types de marché, de la furtivité des algorithmes et de leur customisation. Ces offres permettent la préservation de l'anonymat du client, la rapidité d'accès au marché et d'accompagner les mouvements de marché sans intervention humaine (smart-routing).

L'offre program-trading ou algorithmique, associée à du DMA, répond aux mêmes objectifs mais avec des outils plus sophistiqués fournis par l'intermédiaire de marché.

2.3. Offre d'exécution par la table de marché de l'intermédiaire de marché

L'intensité de la prestation varie en fonction de la responsabilité déléguée à l'intermédiaire de marché qui peut arrêter la stratégie d'exécution et la mettre en œuvre (ordre discrétionnaire) ou seulement conseiller la société de gestion (voir ci-dessus) qui arrête elle-même la stratégie en déléguant la mise en œuvre à l'intermédiaire de marché. En tout état de cause cela suppose de tenir informé le client en cours d'exécution de tout événement constaté sur le marché susceptible d'impacter l'exécution pour ajuster la stratégie à l'évolution des conditions du marché.

La qualité d'exécution s'apprécie en comparant le prix répondu et l'objectif de cours c'est à dire son benchmark (prix d'entrée, prix de clôture, VWAP ...) relativement au ratio de liquidité.

2.4. Offre de recherche de liquidité (liquidité naturelle/crossing)

Grâce à sa connaissance des portefeuilles des clients, l'intermédiaire de marché est capable de trouver la contrepartie naturelle de l'ordre sans produire l'offre sur le marché et d'exécuter, au moins partiellement, sans impact, l'ordre du client au prix du marché.

La mesure de la valeur ajoutée est immédiate et d'autant plus importante que l'ordre représente un pourcentage voire un multiple de la liquidité quotidiennement échangée sur les marchés officiels

2.5. Offre de liquidité, facilitation

Les intermédiaires de marché déchargent la société de gestion du risque d'exécution en exécutant immédiatement l'ordre en face de son compte propre. L'intermédiaire de marché qui supporte ainsi le risque de variation de cours engage son capital. Il dénoue généralement la position sur le marché en supportant le coût implicite de la transaction (impact de marché/risque de volatilité).

Cette offre de service, structurellement déficitaire pour l'intermédiaire de marché, s'analyse économiquement comme une rétrocession de commission dont bénéficie directement le portefeuille géré. La valeur ajoutée pour le gérant est calculée par la différence entre le prix répondu et le prix moyen pondéré qui aurait été répondu si l'ordre avait été exécuté sur le marché avec un taux de participation de 25% ou 33 % (méthode généralement acceptée).

3. Suivi des transactions : confirmation, reporting, règlement-livraison

La rémunération de l'exécution couvre les frais engagés par les l'intermédiaires de marché pour assurer les services de post-marché. Les frais sont une fonction croissante de l'étendue des services rendus : reporting dans les délais et format requis par la société de gestion ; respect des dates de dénouement théorique (emprunts de titres automatiques) ; outils de diffusion en temps réel des statuts de dénouement.



ANNEXE 4

EXEMPLE DE SERVICES D'AIDE A LA DECISION D'EXECUTION ET D'INVESTISSEMENT

Ces services peuvent être fournis par des intermédiaires de marché ou par d'autres acteurs à statut non réglementé.

1. Recherche

1.1 Etudes micro économiques ou par société (Cf : analyse précédente)

Les prestataires proposent aux investisseurs l'accès à des équipes d'analystes organisées par secteur d'activité et chargées d'étudier les opportunités d'investissement.

Les méthodologies généralement proposées consistent à sélectionner des valeurs selon une ou plusieurs approches spécifiques. A titre d'exemple :

- Actualisation des *cash flows* futurs,
- EVA : *Economic value added*,
- Somme des parties,
- Méthode de comparaison d'une société par rapport à une autre selon certains ratios, tels que :
entreprise value / chiffre d'affaires (dette, + capitaux propres / chiffre d'affaires),
- EBITDA margin,
- ROE,
- Gearing (ratio dettes / fonds propres).

L'analyste construit un modèle d'évaluation selon sa connaissance du secteur, de l'industrie, des perspectives de croissance, du risque inhérent à la stratégie de l'entreprise, afin de déterminer un potentiel de valorisation de la société.

Souvent les méthodes de valorisation sont inhérentes à chaque secteur (une valeur du secteur bancaire ne se valorise pas selon les mêmes méthodes qu'une valeur industrielle). Pour cette raison, les intermédiaires de marché qui proposent ce service cherchent souvent à proposer le plus de compétences possibles au sein d'un même bureau de recherche.

Selon les informations du marché et ses contacts récurrents avec la société, l'analyste assure une mise à jour régulière des hypothèses de valorisation.

1.2 Analyses sectorielles

Ces études - réalisées généralement 1 à 2 fois par an - regroupent l'ensemble des prévisions sur un secteur ou une industrie (par ex., en termes de croissance de chiffre d'affaires, d'EPS, de marge opérationnelle, ou de retour sur fonds propres).

Elles ont pour but de donner aux investisseurs (Corporate et institutionnels) une vue d'ensemble et synthétique des tendances de l'industrie.

Ces études font en général minimum 50/60 pages et demandent 1 à 2 mois de travail de la part de l'analyste. Elles nécessitent un contact privilégié avec toutes les sociétés opérant dans un même secteur.

1.3 Etudes macro économiques :

Certains prestataires disposent d'équipes dédiées à l'étude de l'évolution de tendances économiques.

Les paramètres étudiés sont généralement les suivants :

- Evolution des grands agrégats économiques (PNB, inflation, dette, déficit, ...),
- Suivi des flux d'investissement,
- Suivi et prévision des taux d'intérêt court et long terme,
- Suivi et prévision de l'évolution des devises,
- Evolution du prix des matières premières.

L'étude de ces paramètres a pour objectif d'établir des prévisions économiques par zone géographique, afin de déterminer les environnements les plus porteurs en terme d'investissement.

Ces études sont généralement réalisées 1 à 2 fois par an.

Par ailleurs, certains prestataires publient également des études ponctuelles sur certains problèmes spécifiques tels que : situation d'un pays, évolution politique (élections ou suite à des changements conjoncturels).

1.4 Etudes « stratégie d'investissement »

Ces études permettent de déterminer l'allocation d'actifs et les choix d'investissement stratégiques par secteur.

- Allocation d'actifs : l'analyste croise les facteurs afin de déterminer la pondération de l'obligataire/Equity/monétaire. Ce travail est effectué par zone géographique.
- Choix d'investissement stratégique : il consiste à publier des choix de sur/sous pondération secteur par secteur : exemple : sur-pondérer les Telecom, mais sous-pondérer la consommation.

La publication de notes stratégiques globales 2 fois par an est souvent complétée par des points particuliers de marché.

Par ailleurs, les équipes « stratégie » sont chargées de déterminer les thèmes d'investissement (value, growth, défensif ...) qui aideront l'investisseur institutionnel à surperformer les marchés. Les équipes sont composées au minimum de 4 à 5 personnes.

1.5 Modalités d'accès à la recherche : web / papier

Beaucoup de prestataires (intermédiaires de marché notamment) mettent en place un site Web dédié à la recherche qu'il publie.

Les investisseurs ont gratuitement accès à ce site avec un mot de passe personnel qui leur est communiqué. Sur ce site sont disponibles toutes les études publiées, classées par société, que ce soit sur les produits actions ainsi que les produits d'analyse sur les taux, la stratégie, les devises et l'économie. Les moteurs de recherche sont divers et permettent de mieux répondre aux exigences et besoins de chacun des gérants.

La recherche est également disponible en version papier ; elle est, dans ce cas, envoyée aux investisseurs avec une possibilité de présélection sur mesure des documents qu'ils souhaitent recevoir.

Enfin, les gérants et analystes ont la possibilité de recevoir par email toute la recherche publiée par le prestataire.

1.6 Type de format de recherche : études, morning notes, brèves, etc. ...

Le format de la recherche est variable selon les secteurs et les sujets d'étude. Il est également adapté aux besoins et stratégies de certains investisseurs spécifiques (ex : Hedge Funds).

Les analystes publient généralement un document quotidien spécialisé par secteur qui reprend les événements significatifs de la journée pouvant avoir un impact sur le cours des titres qui le constituent. C'est dans ce cas un très bon outil de gestion pour les investisseurs qui ont un horizon d'investissement très court terme. Ce document est souvent appelé « *daily* ».

Les équipes de recherche publient ensuite des documents de recherche approfondie :

- à l'occasion de la ré initiation de couverture d'une valeur,
- à l'occasion d'un changement de recommandation : conviction forte sur l'évolution du secteur ou sur un changement de stratégie et/ou de périmètre d'une action entraînant des modifications profondes de ses estimations chiffrées.

Enfin, les analystes publient généralement des commentaires sur un événement précis/ponctuel type présentation de résultats, souvent appelés « *flashnote* » suivis éventuellement d'une étude plus approfondie.

2. L'analyse financière : production d'analyse, accès aux analystes

Les analystes mettent à jour régulièrement les modèles de valorisation des valeurs qu'ils suivent. Ces modèles et leurs hypothèses sont disponibles sur le site Internet de recherche du prestataire. Le modèle et les hypothèses sont également régulièrement présentés dans les études publiées. Enfin, les modèles et fichiers informatiques des analystes peuvent être communiqués aux investisseurs (gérants et analystes) qui en font la demande.

Un secteur nécessite la présence d'une équipe de 2 à 4 personnes afin d'assurer un suivi régulier.

Les analystes appellent régulièrement par téléphone des gérants et analystes « buy-side » spécialisés. Leur rôle premier est de leur communiquer leurs idées d'investissement. Ils ont aussi un rôle d'information sur les événements pouvant avoir un impact significatif sur les valeurs qu'ils suivent. Ces analystes sont disponibles par mail et par téléphone, leurs coordonnées étant inscrites sur les études qu'ils publient.

Dans le cas des intermédiaires de marché, les gérants généralistes sont plus souvent appelés par les vendeurs qui se chargent de les mettre en relation avec les analystes s'ils le souhaitent.

Des réunions régulières sont organisées chez les investisseurs avec les analystes. Les analystes et gérants « buy-side » peuvent ainsi profiter d'un rendez-vous particulier pour obtenir des informations supplémentaires sur un dossier, un secteur, une société et plus facilement que par téléphone. C'est un complément de service à la recherche écrite publiée. Ces rendez-vous sont organisés 3 à 4 fois par an et, ponctuellement, sur demande des investisseurs. Le but étant de leur faire partager leurs connaissances des dossiers de visu.

3. Les prestations de conseil et de vente

Cette prestation est assurée chez l'intermédiaire de marché par un vendeur.

De formation supérieure (Faculté, Ecole Supérieure de Commerce, master, ...), sa fonction essentielle consiste à sélectionner parmi la production du bureau de recherche les études susceptibles d'intéresser le client gestionnaire. En effet, chaque société de gestion a une approche d'investissement qui correspond à ses propres objectifs de gestion (court terme, long terme, value, croissance, small et mid caps, ...).

Le vendeur synthétise la note de recherche afin d'en dégager les points essentiels et apporte une notion de « *market timing* » aux gérants. Cette notion de « *market timing* » est essentielle dans la recherche de sur-performance par rapport au marché.

Le vendeur, par ses contacts réguliers avec les autres fonctions de l'intermédiaire de marché (market maker, sales trader, ...), mais aussi avec les clients internationaux, peut essayer de déterminer la tendance du marché à très court terme, et aider ainsi son contact à retarder son investissement de quelques heures/jours afin de dégager quelques points de sur-performance.

Par ailleurs, les vendeurs, point de contact des gérants, organisent les rencontres avec les sociétés et ou analystes venant de l'étranger.

Les vendeurs senior peuvent également, en fonction de leur connaissance de marché, conseiller telle ou telle action sans référence à une étude particulièrement récente, mais parce que cette action a fait l'objet d'un « profit warning », aura donné un signal graphique important d'achat ou de vente, aura atteint un niveau particulièrement attractif (achat ou vente). Dans ce cas, les vendeurs exercent une fonction d'alerte auprès du gestionnaire d'actifs.

4. Accès aux entreprises et à leurs dirigeants

Les prestataires, intermédiaires de marché notamment, peuvent proposer aux investisseurs un service général de marketing constitué de plusieurs prestations :

- Le prestataire organise des visites en groupe ou en rendez vous particuliers de sociétés permettant aux investisseurs de juger de la qualité du management et de la société dans laquelle ils souhaitent investir. Il peut également organiser des visites de site permettant souvent une meilleure compréhension de l'activité d'un groupe industriel et des enjeux de leur activité.
- Un accès à des séminaires / présentations spécialisés organisés autour d'un thème (ex : évolution de la politique monétaire de la BCE), d'un secteur (ex : les métaux de base), d'un événement réglementaire (ex : passage aux normes IFRS), d'un pays (ex : présentations de sociétés hollandaises).

5. Analyse des coûts de transaction

Les prestataires peuvent mettre à disposition des moyens pour calculer le coût implicite des exécutions et d'analyser rétrospectivement la stratégie utilisée pour optimiser le couple impact de marché/risque de volatilité.



ANNEXE 5

EXEMPLES DE SERVICES EXCLUS DU PERIMETRE DES SERVICES AUTORISES

Poser le principe, comme le fait la Charte AFEI-AFG, que les commissions d'exécution versées aux intermédiaires de marché pour l'exécution des ordres servent à rémunérer exclusivement des services d'exécution ou des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement revient, *a contrario*, à interdire que ces commissions puissent rémunérer des services n'entrant ni dans l'une, ni dans l'autre catégorie.

Ces services sont ainsi regroupés sous la dénomination de « services interdits », par opposition aux « services autorisés », cette dénomination ayant vocation à établir, non que les services considérés ne peuvent être achetés par les sociétés de gestion, mais seulement qu'il n'est pas possible d'en faire supporter la charge aux OPCVM, ce qui est le cas au travers des commissions d'exécution.

La définition des services interdits constitue aujourd'hui un axe important des réflexions menées tant par la FSA que par la SEC.

Un certain nombre de prestations entrent à l'évidence dans la liste des services interdits. Il en est ainsi par exemple de ceux qui ont été listés par la FSA comme tels. Ce sont :

- les services d'évaluation des portefeuilles ;
- l'achat ou la location d'ordinateurs ;
- le paiement de lignes téléphoniques dédiées ;
- l'inscription à des séminaires ;
- l'abonnement à des publications ;
- le paiement de voyages, loisirs ;
- le paiement de logiciels d'administration comme les traitements de texte ou programmes de comptabilité ;
- l'adhésion à des associations professionnelles ;
- l'achat ou location de bureaux ;
- le paiement du salaire des employés ;
- les paiements directs en espèces ;
- les services de conservation des titres.

Dans ce contexte, le groupe de travail s'est particulièrement interrogé sur le statut des services d'analyse des transactions. Après discussions et considérant la solution adoptée au Royaume-Uni, il est d'avis qu'ils doivent être classés dans la catégorie des services d'aide à la décision d'exécution et d'investissement afin qu'ils puissent faire l'objet d'un partage de commission.

Extrait du FSA Policy statement 05/09

"Our view is that many of the new analytical IT products being developed (which are commonly called 'post-trade analytics') are not 'execution': for example, those products that provide information about the quality of markets generally (e.g., liquidity, market impact, comparisons of the trading of various brokers and the like against different benchmarks). While acknowledging that many of these services are useful or important to investment managers, we are not persuaded that these are valid reasons for including them in the goods and services which can be acquired with commission. So, we are staying with our existing policy approach. But we do recognise that information about how well a broker conducted a particular transaction or series of transactions for an investment manager could fall within the execution parameter. We also consider that, as many of the vendors of these services are not brokers, it is important to provide equal regulatory treatment as between brokers and third party providers".

Il appartient toutefois à l'AMF de préciser sa position sur ce point, sachant toutefois qu'une position différente de celle retenue par la FSA pourrait avoir des conséquences économiques lourdes tant pour les intermédiaires de marché que pour les sociétés de gestion. C'est pourquoi sur cette question des services autorisés et des services interdits, il apparaît tout à fait nécessaire de mener un travail d'harmonisation au sein de CESR.



ANNEXE 6 ELEMENTS D'UN CONTRAT DE COMMISSION DE COURTAGE PARTAGEE

Pour pouvoir être qualifiés de contrats de commission de courtage partagée au sens de la Charte AFEI-AFG ([Principe 7](#)), les dispositifs contractuels mis en place entre l'intermédiaire de marché et la société de gestion, qu'il s'agisse de contrats spécifiquement dédiés à la question de la commission de courtage partagée ou de contrats ayant une portée plus large, doivent contenir *a minima* des dispositions régissant les aspects figurant ci-dessous.

- a. Matérialisation du fait que le contrat en cause se place dans le cadre décrit par la Charte AFEI-AFG.
- b. Matérialisation du fait que les commissions d'exécution versées à l'intermédiaire de marché rémunèrent tant des services d'exécution que des services d'aide à la décision d'investissement.
- c. Matérialisation du fait que la société de gestion souhaite utiliser une partie du montant représenté par ces commissions pour rémunérer des services d'aide à la décision fournis par des tiers.
- d. Matérialisation du fait que ces services fournis par des tiers sont indissociablement liés, pour la société de gestion, aux services d'exécution.
- e. Matérialisation du fait que l'intermédiaire de marché et la société de gestion ont mis en place un processus de revue qui permet de déterminer la rémunération des différents services fournis par l'intermédiaire de marché.
- f. Fixation de la périodicité du processus de revue.
- g. Matérialisation du fait que l'existence du processus de revue est une condition sous-jacente à la conclusion du contrat de commission de courtage partagée.
- h. Fixation des conditions dans lesquelles l'intermédiaire de marché est informé des tiers auxquels il devra reverser une partie des commissions reçues.
- i. Fixation des conditions dans lesquelles l'intermédiaire de marché est informé que les tiers auxquels il devra reverser une partie des commissions reçues ont bien connaissance du fait que le paiement des services qu'ils fournissent à la société de gestion sera reçu de lui.
- j. Fixation du fait que le choix des tiers est réalisé sous la seule responsabilité de la société de gestion, et que l'intermédiaire de marché n'a pas la responsabilité de s'assurer que les biens ou services acquis par la société de gestion entrent dans le cadre des services autorisés.
- k. Fixation des conditions dans lesquelles est déterminé le montant susceptible d'être reversé aux tiers en rémunération de services d'aide à la décision d'investissement.
- l. Fixation des conditions de versements aux tiers, périodicité notamment.
- m. Fixation des conditions dans lesquelles la société de gestion est tenue informée par l'intermédiaire de marché des paiements effectués et de leurs bénéficiaires.
- n. Fixation des conditions de résiliation du contrat, et notamment en cas de non tenue du processus de revue dans les délais convenus.

ANNEXE 7

EXEMPLE TYPE DE REPORTING RELATIF AUX FRAIS DE TRANSACTION

CLIENT

Adresse

Compte de Commission de courtage Partagée

Période: du ... au ...

Montant en Euros

	{1}	{2}	{3}	{4}	{5}	{6}	{7}	{8}
	Frais de transaction (hors taxes)	Frais de courtage payés à l'intermédiaire initiant la transaction	Solde disponible	Prestations payées par un tiers à l'intermédiaire initiant la transaction	Paiements d'autres services à l'intermédiaire initiant la transaction	Paiements de services à des tiers	Total pour l'intermédiaire initiant la transaction (2+4+5)	Solde disponible pour affectation par la société de gestion (3-5-6)
Mois								
Janvier	2,000	800	1,200		500	400	1,300	300
Février	4,000	1,600	2,400				1,600	2,700
Mars	3,000	1,200	1,800		2000	600	3,200	1,900
Avril	-	-	-	500	-		500	1,900
Décembre								0
TOTAUX :	9,000	3,600	5,400	500,000	2500,000	1000	6,600	0,000

Rapport du Compte de Commission de courtage Partagée

Date du rapport 01 Jan-05

Définitions du Compte de Commission de courtage partagée

- {1} **Frais de transaction** : Courtage total (hors taxes) payé à l'intermédiaire principal pour des actions en vif (DMA, AES, Program & Cash Salestrading)
- {2} **Frais de courtage** : Partie du courtage servant à payer l'exécution au taux agréé au préalable
- {3} **Solde disponible**
- {4} **Prestations payées par un tiers à l'intermédiaire financier** : Paiement en provenance d'autres brokers afin de rémunérer les décisions issues de la procédure interne d'évaluation des brokers de la société de gestion
- {5} **Prestations d'autres services payés à l'intermédiaire** : Partie du courtage allouée par la société de gestion pour payer les prestations d'autres services à l'intermédiaire financier (selon la procédure interne d'un brokers)
- {6} **Prestations d'autres services payés à des tiers** : Partie du courtage allouée par la société de gestion pour payer les prestations d'autres services par des tiers (selon la procédure interne d'évaluation des broker)
- {7} **Total pour l'intermédiaire financier**: Somme des courtages pour exécution, autres services prestés par l'intermédiaire financier et tous les paiements externes en chèques
- {8} **Solde Disponible pour affectation par la société de gestion** : Différence provisoire entre la colonne (3), après paiement du (5) et (6)