

**CFA France**

37 rue des Mathurins,

75008 Paris

**Autorité des Marchés Financiers,**

17 Place de la Bourse, 75002 Paris

[contactcom@amf-france.org](mailto:contactcom@amf-france.org)

le 7 septembre 2012

CFA France remercie l'Autorité des Marchés Financiers de son invitation à consultation sur l'application des dispositions de l'article 314-76 de son Règlement Général relatives aux rémunérations et avantages dans le cadre de la commercialisation et la distribution indirecte d'instruments financiers.

CFA France est une association de droit français représentant localement le CFA Institute <sup>(1)</sup>, dont la mission est d'être la référence pour les professionnels de l'investissement dans le monde entier, en établissant des Normes (« Standards ») élevées en matière d'éthique, de formation, et d'excellence professionnelle. Le CFA Institute représente l'opinion de professionnels de l'investissement auprès des régulateurs, des associations professionnelles et des législateurs au niveau mondial, sur les problématiques d'analyse financière, de gestion d'actifs, de formation, d'efficacité et d'intégrité des marchés de capitaux.

Dans notre réponse, nous nous sommes concentrés sur les parties 3 et 4 de la consultation (l'information des clients sur les avantages et rémunérations perçus en application du 2° de l'article 314-76, et l'amélioration de la qualité du service au client et la capacité à agir au mieux des intérêts de ce client) pour lesquelles nous pensons apporter à l'AMF l'opinion la plus conforme à notre mission.

**COMMENTAIRES GENERAUX**

Le CFA Institute et ses associations locales soutiennent depuis de nombreuses années les mesures visant à protéger l'investisseur et à assurer l'intégrité des marchés financiers. A ce titre CFA France apprécie l'approche de l'AMF et les précisions apportées sur les dispositions relatives aux rémunérations et avantages dans le cadre de la commercialisation et la distribution indirecte d'instruments financiers, suite au constat de faible application de l'article 314-76 du RGAMF-transposant l'article 26 de la Directive 2006/73/CE d'application de MIFID.

Les rémunérations et avantages sont un problème important car ils peuvent être une source de conflit d'intérêt pour les prestataires: dans une enquête réalisée en Juin 2009 dans l'Union Européenne

---

(1) Le CFA Institute est une association mondiale à but non lucratif, regroupant plus de 108 000 analystes financiers, gérants de portefeuille, et autres professionnels de l'investissement présents dans plus de 139 pays, dont 99 000 sont détenteurs de la qualification de Chartered Financial Analyst<sup>®</sup>. Les membres du CFA Institute sont représentés par 135 associations locales (« member societies ») présentes dans 58 pays et territoires.

sur la commercialisation de produits à destination des investisseurs privés (« retail »), le CFA Institute a demandé à ses membres s'ils ressentait que la structure de rémunération pouvait être une incitation plus forte, dans le processus de vente, que le caractère approprié du produit pour l'investisseur : la réponse a été positive pour 64% des membres. Plus récemment, le CFA Institute a publié les résultats du Financial Market Integrity Outlook 2012 (page 20-26 du Global Market Sentiment Survey), montrant que la vente non-appropriée de produits par les conseillers financiers était classée par les membres comme l'un des problèmes éthiques majeurs en 2012. Ces enquêtes sont disponibles aux liens suivants :

[http://www.cfainstitute.org/Survey/retail\\_investment\\_products\\_poll.pdf](http://www.cfainstitute.org/Survey/retail_investment_products_poll.pdf)

[http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/contributed/Pages/global\\_market\\_sentiment\\_survey\\_2012.aspx](http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/contributed/Pages/global_market_sentiment_survey_2012.aspx)

L'approche de l'AMF dans sa consultation est en phase avec des mentions importantes des Codes et Normes (« Standards »)<sup>(2)</sup> du CFA Institute, notamment: les Normes concernant les **conflits d'intérêt** (Standard VI-A et VI-C, incluant la communication des commissions perçues pour la recommandation de produits ou services); les Normes concernant les **obligations envers les clients** (Standard III, dont l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients, et de placer les intérêts de ces derniers avant ses propres intérêts); les Normes sur le **professionnalisme** (Standard I B, incluant l'indépendance et l'objectivité).

Ainsi pour la partie 3 de la consultation, CFA France préconise comme l'AMF que toute rémunération, frais, ou commission fasse l'objet d'une **information complète**, claire, efficace et non ambiguë à l'investisseur, afin que celui-ci puisse prendre ses décisions d'investissement en connaissance de cause. L'investisseur doit également pouvoir **mettre en relation les rémunérations perçues et les services** d'investissement qui lui sont fournis par le prestataire; ceci est une étape importante pour améliorer la protection et l'éducation des investisseurs. Pour la partie 4 de la consultation, CFA France préconise que le prestataire **informe son client de tout conflit d'intérêt**, afin que le client puisse l'évaluer, et **communiquent à son client toute forme de rémunération** ou compensation; pour la gestion sous mandat, CFA France préconise, parmi les deux solutions envisagées par l'AMF, la rétrocession intégrale aux clients des rémunérations et rétrocessions reçues par le prestataire; pour le conseil en investissement, les rémunérations perçues sur la durée doivent s'accompagner de services d'investissement fournis au client sur la même durée, et d'information complète sur les rémunérations, rétrocessions, et les services fournis. Enfin, le CFA Institute a également répondu aux consultations MIFID de 2005 et 2012; concernant les rémunérations, le CFA Institute a insisté sur la nécessité d'information complète à fournir à l'investisseur, incluant les 'inducements' perçus par les conseillers indépendants.

---

(2) Les Codes et Normes du CFA Institute (incluant le « Code of Ethics and Standards of Professional Conduct », le « Standards of Practice Handbook », et « l'Asset Manager Code of Professional Conduct ») sont disponibles sur: <http://www.cfainstitute.org/ethics/codes/Pages/index.aspx>. Tous les membres du CFA Institute, les détenteurs de la certification Chartered Financial Analyst®- CFA®) ainsi que les candidats à l'examen du CFA doivent se conformer au « Code and Standards »; depuis leur création en 1960, le « Code and Standards » a été adopté sur une base volontaire par de nombreuses sociétés financières.

## COMMENTAIRES SPECIFIQUES – Partie 3 et 4

### 3. L'information des clients sur les avantages et rémunérations perçus en application du 2° de l'article 314-76.

#### 3.3 Eléments soumis à consultation : positions et recommandations de l'AMF.

##### ■ Remarques préliminaires au 3.3:

CFA France soutient les principales positions et recommandations de l'AMF énoncées au 3.3, et la doctrine existante exposée au 3.1 (document de l'AFECEI d'octobre 2009 « transparence de la rémunération des distributeurs dans le cadre de la commercialisation d'OPCVM », et rapport du CERVM du 19 avril 2010 sur les obligations de transparence en général, et la pratique de fourchettes en particulier).

De manière plus générale, CFA France est favorable à la fourniture d'une **information complète** sur les rémunérations, commissions ou avantages non monétaires versés ou fournis à des tiers par le prestataire d'investissement. Ceci est en phase avec des mentions importantes des Codes et Normes (« Standards ») <sup>(2)</sup> du CFA Institute, notamment: les Normes concernant les **conflits d'intérêt** (Standard VI-A et VI-C, incluant la communication des commissions perçues pour la recommandation de produits ou services); les Normes concernant les **obligations envers les clients** (Standard III, dont l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients, et de placer les intérêts de ces derniers avant ses propres intérêts); les Normes sur le **professionnalisme** (Standard I B, incluant l'indépendance et l'objectivité).

Pour que le client puisse prendre sa décision d'investissement en connaissance de cause, CFA France considère que :

- l'information doit être fournie **avant** la prestation de service (puis de manière régulière pendant la relation commerciale).
- l'information doit être mentionnée de manière **claire** –mention **simultanée**, ou mention sur un même document: des taux de rétrocession, des taux de frais de gestion sur lesquels ils s'appliquent, et de l'assiette (encours moyens pondérés) ; idéalement, le niveau de rétrocession réel en **niveau** (points de base) doit être communiqué au client, pour favoriser la comparabilité entre produits.
- l'information doit permettre au client de **mettre en relation les rémunérations d'une part, et le service d'investissement qui lui est fourni d'autre part** (communication d'information sur les produits, d'information comparative sur un ensemble de produits proposés, etc...); cette mise en relation fait partie du processus de décision du client, et est une étape importante pour améliorer la protection et l'éducation des investisseurs.

##### ■ Réponses spécifiques au 3.3

#### 3.3.1 La qualité de l'information

##### . OPCVM

CFA France considère, comme l'AMF, que la situation est perfectible sur les OPCVM, et ainsi qu'il est écrit au 3.2.1 : que les prestataires ne peuvent se contenter, comme constaté pour 30% des établissements dont les rapports ont été examinés par l'AMF « d'informer les clients par une mention très générale (du type 'la société peut percevoir des rétrocessions de la part des producteurs des instruments financiers qu'elle commercialise') ou partielle (information sur les seuls droits d'entrée) ou encore peu claire voire trompeuse ('les rétrocessions sont à la charge des SGP' ou 'sont à la charge des SGP et ne sont pas facturées au client') ».

Plus spécifiquement, comme énoncé au 3.2.1 :

-Dans le cas d'information résumée -sur les rétrocessions sous la forme de **fourchettes** par catégorie de produits- CFA France soutient la position de l'AMF de présenter l'information « par catégorie de produits formant un ensemble cohérent », et avec des fourchettes «situées dans un intervalle raisonnable» ; sinon, l'information est présentée sous forme détaillée –et comparable, cf infra.

-CFA France soutient également la recommandation de l'AMF que les procédures mises en place par le prestataire permettent au client d'appréhender **simultanément** l'ensemble des informations relatives aux rémunérations perçues par les distributeurs (et notamment d'exprimer à la fois la commission de rétrocession en pourcentage de la commission de gestion, et **en niveau**, informations qui figurent souvent sur plusieurs documents distincts). De plus, il paraît indispensable au CFA France de **s'assurer que les processus de passation d'ordres portent à la connaissance du client les différents documents** - notamment le DICI ou le prospectus simplifié- comportant ces informations, tant en cas de distribution sur internet, ou de vente sur le lieu de vente (l'AMF ayant constaté que ces documents n'étaient pas systématiquement remis, ou remis à des moments distincts de la relation commerciale). Enfin, comme programmé par plusieurs grands établissements –et décrit au 3.2.1-, CFA France estime que le taux réel de la rétrocession perçue doit être communiqué lors de la souscription.

#### . OPC de défiscalisation

Ces produits figurent au 3.2 'Les constats de l'AMF', et non pas au 3.3 'Éléments soumis à consultation', néanmoins leur exemple est intéressant.

CFA France considère comme une bonne pratique, sur les produits de défiscalisation que sont les parts de FCPI et de FIP, que la commercialisation « s'accompagne de la fourniture, dans la notice d'information, d'une information complète sur les frais directs et indirects supportés par les porteurs » (en vertu du décret no 2011-924 du Code Général des Impôts), et que cette information « figure [...] dans les bulletins de souscription ».

CFA France pense que la transparence constatée sur les OPC de défiscalisation devrait être étendue aux autres produits d'investissement.

## . Emissions primaires

S'agissant des émissions de produits structurés sur mesure, CFA France soutient la recommandation de l'AMF de « faire figurer le taux de rétrocessions reçues par le distributeur sur le *term sheet* du produit ».

S'agissant des émissions grand public d'actions ou d'obligations, CFA France estime comme l'AMF qu'en cas de service de conseil fourni aux clients, la transparence sur les rémunérations est requise et que le prestataire doit mettre en œuvre « une procédure d'information écrite via les bulletins de souscription ».

### 3.3.2 Le moment de la fourniture de l'information, et 3.3.3 Le support de l'information

Comme décrit dans nos Remarques préliminaires au 3.3, CFA France considère, pour que le client puisse prendre sa décision d'investissement en connaissance de cause, que l'information sur les rémunérations doit être fournie au client **avant** la prestation de service (puis de manière régulière pendant la relation commerciale). Plus précisément, CFA France préconise que l'information soit fournie lors de l'entrée en relation avec le client, puis **au minimum de manière annuelle**.

Enfin, comme décrit dans les Réponses spécifiques (3.3.1), il paraît indispensable à CFA France de **s'assurer que les processus de passation d'ordres portent à la connaissance du client les différents documents** - notamment le DICI ou le prospectus simplifié, avec les informations nécessaires sur frais directs et indirects supportés par les porteurs (et les informations nécessaires à la décision d'investissement). Dans le cas de commercialisation par internet, CFA France est favorable à la recommandation de l'AMF que la consultation des documents par le client « soit rendue obligatoire par l'enchaînement des écrans lors du processus de passation d'ordres ».

Plus spécifiquement, CFA France considère comme l'AMF la pratique de « mentionner les rétrocessions perçues sur le bulletin de souscription » comme une bonne pratique, permettant une information préalable du client et, par la signature de ce dernier, une traçabilité de la fourniture effective de cette information permettant d'assurer le respect des dispositions du 5° de l'article L533-10 du Code monétaire et financier ». **Le bulletin de souscription** devrait faire apparaître la totalité des frais directs et indirects **réels** supportés par les porteurs, en taux et en niveau (points de base) pour faciliter la comparabilité (en complément des taux **maximum** figurant dans les **prospectus/DICI**).

### 3.3.4 La communication d'information sur l'ensemble de la gamme des produits proposés.

CFA France est favorable à toute information pouvant améliorer la transparence et la comparabilité des produits pour l'investisseur, tant au niveau des caractéristiques, des risques et de la tarification des produits.

En ce sens, CFA France est favorable à la recommandation de l'AMF de fournir au client « une information détaillée sur le produit conseillé, [...] et « une information comparative portant sur la totalité de la gamme de produits comparables à celui qui est conseillé [...] sous forme résumée ».

CFA France souligne que l'information fournie au client sur les rémunérations ne lui donne pas seulement « les moyens de comprendre de quelle façon son prestataire peut être incité à lui conseiller d'agir d'une façon particulière », mais lui donne également les éléments pour apprécier la qualité du service fourni et les moyens mis en place par le prestataire; comme évoqué en Remarques préliminaires au 3.3, l'information doit permettre au client de mettre en relation les rémunérations d'une part, et le service d'investissement qui lui est fourni d'autre part (communication d'information sur les produits, d'information comparative sur un ensemble de produits proposés, etc...).

#### **4. L'amélioration de la qualité du service au client et la capacité à agir au mieux des intérêts de ce client.**

##### **4.3 Éléments soumis à consultation : positions et recommandations de l'AMF.**

###### ■ **Remarques préliminaires au 4.3:**

Ces éléments de la consultation sont à nouveau en phase avec des mentions importantes des Codes et Normes (« Standards ») <sup>(2)</sup> du CFA Institute, notamment: les Normes concernant les **conflits d'intérêt** (Standard VI-A et VI-C, incluant la communication des commissions perçues pour la recommandation de produits ou services); les Normes concernant les **obligations envers les clients** (Standard III, dont l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients, et de placer les intérêts de ces derniers avant ses propres intérêts); les Normes sur le **professionnalisme** (Standard I B, incluant l'indépendance et l'objectivité).

Comme mentionné page 2 dans les « Commentaires généraux », CFA France préconise que le prestataire **informe son client de tout conflit d'intérêt**, afin que le client puisse les évaluer, et **communiquer à son client toute forme de rémunération** ou compensation (voir le « Standard and Practice Handbook », Tenth Edition, July 2010, du CFA Institute, page 72-73 au dernier et premier paragraphe; ces paragraphes développent le Standard III-A Loyauté, prudence et diligence, dont l'obligation d'agir **dans l'intérêt des clients**. Le Standard and Practice Handbook est disponible au lien suivant : <http://www.cfapubs.org/toc/ccb/2010/2010/2>).

###### ■ **Remarques spécifiques au 4.3:**

##### **4.3.1 Les dispositifs permettant de s'assurer que la perception de la rémunération ou de l'avantage spécifique ne nuit pas à l'obligation d'agir au mieux des intérêts de ce dernier.**

CFA France soutient la recommandation de l'AMF que le prestataire vérifie « que le niveau des rétrocessions envisagées ou pratiquées sur un produit donné » soit « en ligne avec les pratiques habituelles des autres prestataires français ».

##### **4.3.2 L'amélioration du service au client et la capacité à agir au mieux des intérêts des clients pour la gestion de portefeuille.**

CFA France comprend que le 4.3.2 concerne exclusivement la gestion sous mandat.

CFA France est en ligne avec la position du CERVM et de l'AMF, considérant que « la perception, par les prestataires de services d'investissement qui fournissent le service de gestion de portefeuille, de rémunérations ou d'avantages de la part de fournisseurs de produits ou d'entreprises traitant des ordres constitue une situation de conflits d'intérêts potentiels majeurs ». CFA France convient que la situation de conflits d'intérêt est évité lorsque la rétrocession est soit intégralement **reversée** soit intégralement **non perçue**.

Sur les deux solutions en matière de rétrocessions (soit intégralement reversées soit intégralement non perçues) : CFA France recommande la **rétrocession intégrale** aux clients des rémunérations et rétrocessions reçues par le prestataire -ces rémunérations et rétrocessions doivent en effet être considérées comme revenant de droit au client-; la rétrocession intégrale rend bien le gérant « insensible aux conflits d'intérêt pouvant résulter des rétrocessions versées par les fournisseurs ». CFA France est en revanche moins favorable à l'absence totale de perception de rémunérations et rétrocessions, en effet cette solution constituerait un manque à gagner pour le client.

Dans le cas de **rétrocession intégrale** au client des rémunérations et rétrocessions reçues par le prestataire: CFA France préconise que les rémunérations et rétrocessions soient directement **créditées** sur le compte du client, par souci de transparence (elles sont alors entièrement distinctes de la rémunération du gérant); le crédit direct sur le compte du client est plus transparent que la définition par le gérant d'un « taux d'honoraires fixe duquel sont déduites les rétrocessions reçues des fournisseurs pour le calcul du montant à verser par le client».

#### **4.3.3 L'amélioration du service au client et la capacité à agir au mieux des intérêts des clients pour le conseil en investissement.**

CFA France soutient la position de l'AMF sur les rémunérations perçues sur la durée et la nécessité qu'elles s'accompagnent d'une amélioration du **service au client sur la même durée**, notamment par la tenue de l'entretien périodique: l'action dans l'intérêt du client suppose de revoir régulièrement la situation du client et l'adéquation des produits conseillés, lors d'entretiens personnalisés. CFA France préconise également, lors de l'entretien périodique, de joindre un récapitulatif des frais, des rémunérations et avantages perçus ou versés, ainsi que des services fournis au client, depuis l'entretien précédent: les composantes et le récapitulatif de la totalité des revenus bénéficiant au client et des frais supportés par le client doivent faire l'objet d'un suivi adéquat, et de **disclosures strictes**.

Sur les arbitrages (réallocations de « tout ou partie de leurs investissements vers de nouveaux produits »), CFA France soutient la position de l'AMF que la totalité des frais supplémentaires soient présentés au client et pris en compte dans cet arbitrage.

Sur les mécanismes de réactions ou d'alerte, CFA France préconise de les mettre en place sur tout produit préalablement conseillé au client, et la globalité du portefeuille, en cohérence avec le risque et la performance attendue.

#### **4.3.4 L'amélioration du service au client et la capacité à agir au mieux des intérêts des clients pour la réception transmission d'ordres et l'exécution pour compte de tiers.**

CFA France est en ligne avec la position de l'AMF sur la réception transmission d'ordres et l'exécution pour compte de tiers, qui peut faire l'objet de rémunérations récurrentes à condition d'être accompagnée d'un service continu de conseil (voir le 4.3.3) ou de service à réelle valeur ajoutée, sur la même durée.

Le 7 septembre 2012

##### **Pour le Comité Advocacy du CFA France**

Séverine Vadon-David, CFA, Advocacy Chair

Jean- François Bouilly, CFA, Membre de l'Advocacy Committee.

##### **Pour CFA France**

Philippe Maupas, CFA, Président