



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

Systemes d'incitation et conflits d'intérêts lors de la distribution de produits financiers

(Rapport de la CFB sur les « Commissions de distribution »)

Perspective du droit de la surveillance

Document de discussion de la Commission fédérale des banques

Août 2008



Eléments principaux

La gestion de fortune est aujourd'hui caractérisée par une chaîne de création de valeur constituée de plusieurs éléments. Différents prestataires et intermédiaires sont impliqués globalement ou pour certaines prestations particulières. Ils sont rémunérés, tout au long des différentes étapes de distribution, en partie au moyen de commissions de distribution. Celles-ci sont des rétributions financières ou autres, versées par les producteurs de produits financiers à leurs partenaires de distribution. Lorsque ces derniers ont en même temps un devoir de fidélité à respecter vis-à-vis de leurs clients, des conflits d'intérêts peuvent en découler. Les prestataires concernés doivent gérer ces conflits de manière appropriée pour ne pas porter préjudice à leurs clients. Ceci vaut pour le secteur financier comme pour d'autres secteurs économiques, tels que par exemple le secteur de la santé et celui du voyage, où des produits et des services de tiers sont distribués par des personnes qui doivent avant tout conseiller leurs clients.

Ces dernières années, la CFB s'est intéressée à plusieurs reprises aux commissions de distribution dans le domaine des fonds de placement ainsi qu'au recours à des gérants de fortune indépendants. Fin 2006, la CFB a décidé d'approfondir le thème des commissions de distribution sous l'angle des conflits d'intérêts potentiels, ceci dans son effort vers une plus grande transparence au sujet de tels conflits et des coûts de distribution (chapitre 1). La CFB a mis sur pied à cet effet un groupe de projet interne qui, après des recherches préliminaires, a conduit au premier semestre 2007 des workshops approfondis avec un panel de banques, gérants de fortunes et directions de fonds ainsi que d'experts (chapitre 2). Ce document de discussion décrit sur cette base de manière détaillée la chaîne de création de valeur dans la gestion de fortune et dans la distribution de produits financiers. Il démontre quels sont les problèmes et conflits d'intérêts qui peuvent être liés aux commissions de distribution et quelles mesures, par exemple organisationnelles, sont adoptées afin que ces conflits potentiels ne portent pas préjudice aux clients (chapitres 3 et 4). Les particularités et les modèles d'affaires lors de la distribution de fonds de placement, d'Exchange Traded Funds et de produits structurés sont présentés en détails (chapitre 5) de même que la position des gérants de fortune « indépendants » ou « externes » (chapitre 6). La description du cadre juridique est clairement axée sur le droit de surveillance suisse, tout en abordant également les aspects du droit civil, du droit européen (MiFID) et du droit allemand. La CFB n'est pas un juge civil et n'exprime une opinion de droit civil qu'avec retenue. Les aspects de droit pénal, du droit de la concurrence ou d'autres domaines ne sont pas traités (chapitre 7). Après une conclusion, le document s'achève sur une évaluation de la nécessité d'intervenir du point de vue du droit de la surveillance, suivie d'une discussion des différentes options à disposition à cet effet (chapitre 8).

Le document retient à titre de conclusion que le modèle dominant actuel en matière de distribution de produits financiers engendre toutes sortes de conflits d'intérêts puisque les produits sont essentiellement proposés et distribués par des prestataires et partenaires de distribution (« pushing ») et, seulement de façon marginale, sur l'initiative et à la demande du client (« pulling »). L'une des raisons de cette situation peut résider



dans le manque d'informations à disposition et dans l'absence de pouvoir de marché des petits clients. En tous les cas, d'autres modèles d'affaires, prévoyant une couverture de l'ensemble des frais de conseils par les investisseurs, n'ont pas réussi à s'imposer. Il en va autrement des relations avec des investisseurs institutionnels. L'enquête menée par la CFB n'a toutefois pas permis de relever d'indices permettant de conclure que les commissions de distribution auraient effectivement une influence négative sur la qualité des prestations dans le domaine de la gestion de fortune. Les commissions de distribution n'auraient au contraire pratiquement aucun effet direct sur le choix du produit. Tous les prestataires considérés ont adopté des mesures organisationnelles afin de prévenir la tentation de léser leurs clients.

Le document de discussion admet qu'il existe en effet une nécessité limitée d'intervention sur le plan prudentiel, mais ne propose pas de solutions radicales. Du point de vue de la CFB, il ne serait en particulier pas approprié, ni adéquat d'imposer une modification du modèle actuel en interdisant les commissions de distribution. En outre la CFB n'y serait pas habilitée du point de vue juridique. La CFB propose par contre d'augmenter la transparence indépendamment du produit vis-à-vis du client final concernant les commissions de distribution (« point of sale disclosure »). Les gérants de fortune devraient informer leurs clients à l'avance des paramètres de facturation et des marges de fluctuation des possibles commissions de distribution de tiers pour les différentes classes de produits. Sur demande des clients, le montant des prestations de tiers déjà obtenues devrait en outre être publié, dans la mesure où il peut être clairement individualisé, en déployant un effort raisonnable, comme se rapportant à une relation client particulière (comme par ex. en cas de rétrocessions sur des courtages ou des commissions de garde de titres). Cette mesure correspondrait largement à la réglementation de MiFID et permettrait de renoncer à une transparence accrue concernant les commissions de distributions à l'échelle du produit par exemple pour les fonds de placement. Bien qu'une telle transparence soit souhaitable en soi, un accord international serait toutefois nécessaire pour éviter des distorsions de concurrence dans la distribution transfrontière.

Parallèlement à ce document de discussion, la CFB ouvre aussi une audition sur un projet de circulaire sur les « règles-cadres pour la gestion de fortune ». Ce projet contient déjà une proposition pour un tel « point of sale disclosure ». Il ne concerne pas seulement les établissements surveillés par la CFB, comme les banques, négociants en valeurs mobilières et autres titulaires d'une autorisation au sens de la loi sur les placements collectifs de capitaux. Mais tous les gérants de fortune devront se conformer aux standards définis par leurs organisations professionnelles, que ces dernières souhaitent faire reconnaître par la CFB comme standards minimaux sous l'angle de la loi sur les placements collectifs de capitaux. Cela aurait pour résultat de couvrir près de l'ensemble du secteur de la gestion de fortune en Suisse.



Kernpunkte

Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist heute geprägt durch eine mehrgliedrige Wertschöpfungskette. Verschiedene Anbieter und Intermediäre sind umfassend oder mit einzelnen Dienstleistungen daran beteiligt. Ihre Entschädigung erfolgt entlang der Vertriebsstufen teilweise durch Vertriebsvergütungen. Dies sind finanzielle oder andere Zuwendungen der Produzenten von Finanzprodukten an ihre Vertriebspartner. Haben diese zugleich Treuepflichten gegenüber ihren Kunden zu erfüllen, können sich Interessenkonflikte ergeben. Mit diesen Konflikten müssen die Betroffenen sachgerecht umgehen, um ihre Kunden nicht zu benachteiligen. Dies gilt für den Finanzsektor ebenso, wie für andere Wirtschaftssektoren wie etwa den Gesundheitssektor oder die Reisebranche, wo Produkte und Dienstleistungen Dritter durch Personen vertrieben werden, die ihre Kunden vor allem beraten müssen.

Die EBK setzte sich in den letzten Jahren wiederholt mit Vertriebsvergütungen im Fondsgeschäft und dem Einsatz von externen Vermögensverwaltern auseinander. Sie beschloss Ende 2006, das Thema Vertriebsvergütungen unter dem Gesichtswinkel möglicher Interessenkonflikte und ihrem Bestreben nach vermehrter Transparenz über solche Konflikte und über Vertriebskosten zu vertiefen (Kapitel 1). Sie hat dazu eine interne Projektgruppe eingesetzt, welche nach Vorstudien in der ersten Jahreshälfte 2007 eingehende Workshops mit ausgewählten Banken, Vermögensverwaltern und Fondsleitungen sowie Experten führte (Kapitel 2). Dieses Diskussionspapier schildert gestützt darauf eingehend die Wertschöpfungskette in der Vermögensverwaltung und im Vertrieb von Finanzprodukten. Dabei zeigt es die Probleme und Interessenkonflikte, die mit Vertriebsvergütungen verbunden sein können. Es legt dar, welche Massnahmen z.B. organisatorischer Art getroffen werden, damit diese potentiellen Konflikte die Kunden nicht benachteiligen (Kapitel 3 und 4). Vertieft geschildert werden die Besonderheiten und Geschäftsmodelle beim Vertrieb von Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierten Produkten (Kapitel 5) und die Stellung von „unabhängigen“ oder „externen“ Vermögensverwaltern (Kapitel 6). Die Schilderung des Rechtsrahmens legt einen klaren Schwerpunkt auf das Schweizer Aufsichtsrecht, spricht aber auch zivilrechtliche Aspekte und das europäische (MiFID) und deutsche Recht an. Die EBK ist aber nicht Zivilrichter und hält sich deshalb mit Meinungsäusserungen zum Zivilrecht zurück. Auf straf-, wettbewerbs- und weitere rechtliche Aspekte wird nicht eingegangen (Kapitel 7). Nach einem Fazit werden der aufsichtsrechtliche Handlungsbedarf und die Handlungsoptionen erörtert (Kapitel 8).

Als Fazit hält das Papier fest: das aktuell dominierende Modell des Vertriebs von Finanzprodukten beinhaltet vielerlei Interessenkonflikte, da die Produkte überwiegend von den Produzenten und Vertriebspartnern angeboten und vertrieben werden („pushing“) und nur marginal auf Initiative des Kunden nachgefragt werden („pulling“). Ein Grund dafür mag im teilweise ungenügenden Informationsstand und der fehlenden Marktmacht von kleineren Kunden liegen. Jedenfalls konnten sich bisher andere Geschäftsmodelle nicht durchsetzen, welche eine volle Deckung etwa der Beratungskosten durch die Anleger vorsehen. Anders liegen die Verhältnisse im Geschäft mit institutionellen Investoren. Die Abklärungen der EBK ergaben jedoch keine Hinweise, dass



sich Vertriebsvergütungen tatsächlich negativ auf die Qualität der Vermögensverwaltungsdienstleitungen auswirken. Vielmehr dürften Vertriebsvergütungen kaum direkte Wirkung auf die Produktauswahl haben. Alle betrachteten Anbieter haben organisatorische Vorkehrungen getroffen, um entsprechende Anreize zur Übervorteilung ihrer Kunden zu verhindern.

Das Diskussionspapier bejaht zwar einen beschränkten aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarf, schlägt aber keine Radikallösungen vor. Insbesondere wäre es nach Auffassung der EBK weder sachgerecht noch zielführend, eine Änderung des geltenden Vertriebsmodells durch ein Verbot von Vertriebsvergütungen zu erzwingen. Dazu wäre die EBK rechtlich auch nicht befugt. Die EBK schlägt jedoch eine vermehrte produktenabhängige Transparenz über Vertriebsvergütungen gegenüber den Endkunden vor („point of sale disclosure“). Die Vermögensverwalter sollten ihre Kunden zum voraus über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten der für die verschiedenen Produktklassen möglichen Vertriebsvergütungen Dritter informieren. Auf Anfrage der Kunden wären zudem die Höhe bereits erhaltener Leistungen Dritter offen zu legen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigen Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen (wie z.B. bei Retrozessionen auf Courtagen oder Depotkommissionen). Dieser Schritt würde weitgehend auch der Regelung der MiFID entsprechen und rechtfertigen, auf eine vermehrte Transparenz über Vertriebsvergütungen auf Stufe Produkt, etwa für Anlagefonds, zu verzichten. An sich wäre eine solche zwar wünschbar, bräuchte aber eine internationale Abstimmung, um Wettbewerbsverzerrungen im grenzüberschreitenden Vertrieb zu vermeiden.

Gleichzeitig mit diesem Diskussionspapier eröffnet die EBK auch eine Anhörung zu einem Rundschreibenentwurf „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“. Dieser enthält bereits einen Vorschlag für eine derartige „point of sale disclosure“. Davon würden nicht nur die von der EBK beaufsichtigten Banken, Effekthändler und Bewilligungsträger nach Kollektivanlagengesetz erfasst. Vielmehr müssten sie auch alle Vermögensverwalter beachten, deren Branchenorganisationen ihre Berufsstandards von der EBK unter dem Kollektivanlagengesetz als Mindeststandards anerkennen lassen wollen. Im Ergebnis wäre damit praktisch der gesamte Vermögensverwaltungssektor in der Schweiz erfasst.



Punti principali

Oggigiorno la gestione patrimoniale si caratterizza per una catena di creazione di valore composta da vari elementi. Vari fornitori e intermediari sono coinvolti in maniera globale o per l'apporto di prestazioni particolari. La loro remunerazione avviene nelle diverse fasi di distribuzione, in parte mediante commissioni per la distribuzione. Quali commissioni per la distribuzione si intendono remunerazioni finanziarie o di altra natura da parte degli emittenti di prodotti finanziari a favore dei loro distributori. Se questi ultimi nel contempo hanno un obbligo di fedeltà verso i loro clienti, possono insorgere dei conflitti di interesse, che devono gestire adeguatamente per non causare pregiudizi ai propri clienti. Questo vale sia per il settore finanziario che per altri settori dell'economia quali ad esempio il settore della sanità o il settore turistico, dove dei prodotti e dei servizi di terzi vengono venduti da persone cui spetta soprattutto un compito di consulenza.

Negli ultimi anni la CFB si è ripetutamente interessata alle commissioni per la distribuzione nell'ambito dei fondi d'investimento e con riferimento ai gestori patrimoniali esterni. A fine 2006 la CFB ha deciso di approfondire il tema delle commissioni per la distribuzione sotto l'aspetto di potenziali conflitti di interesse, nell'intento di migliorare la trasparenza riguardo a tali conflitti e ai costi di distribuzione (capitolo 1). A tal scopo la CFB ha creato un gruppo di progetto interno, che, dopo le prime analisi, nel primo semestre del 2007 ha condotto workshops approfonditi con banche, gestori patrimoniali, direzioni di fondi e esperti selezionati (capitolo 2). Su questa base il presente documento consultivo espone in maniera approfondita la catena di creazione di valore nell'ambito della gestione patrimoniale e della distribuzione di prodotti finanziari, evidenziando i problemi e i conflitti di interesse che le commissioni per la distribuzione possono comportare. Lo stesso espone quali misure, ad esempio di natura organizzativa, possono essere adottate per evitare che tali potenziali conflitti comportino pregiudizi per i clienti (capitoli 3 e 4). Le particolarità e i modelli d'affari nella distribuzione di fondi di investimento, di Exchange Traded Funds e di prodotti strutturati (capitolo 5) così come la posizione dei gestori patrimoniali "indipendenti" o "esterni" (capitolo 6) vengono analizzati in modo approfondito. La presentazione del quadro legale si basa principalmente sul diritto svizzero della vigilanza, ma tocca anche numerosi aspetti civilistici così come il diritto europeo (MiFID) e tedesco. Non essendo la CFB un giudice civile, la stessa si è limitata a esprimere la propria opinione su aspetti di diritto civile con riserbo. Aspetti di diritto penale, del diritto della concorrenza così come altri aspetti di diritto non sono trattati (capitolo 7). Dopo una conclusione il documento espone delle valutazioni sulle necessità d'intervento dal punto di vista del diritto di vigilanza e delle differenti opzioni a disposizione (capitolo 8).

Il documento ritiene come conclusione che il modello attualmente dominante nella distribuzione di prodotti finanziari presenta svariati conflitti di interesse, poiché i prodotti vengono perlopiù offerti e distribuiti dagli emittenti e dai loro distributori ("pushing") e solo marginalmente vengono richiesti su iniziativa del cliente ("pulling"). Una delle ragioni di tale situazione potrebbe consistere parzialmente nel livello insufficiente di informazione e nell'assenza di potere sul mercato di clienti minori. In ogni caso finora non sono riusciti a imporsi altri modelli d'affari, che si basano sull'assunzione integrale dei



costi di consulenza da parte degli investitori. Diversa risulta invece la situazione nelle relazioni con investitori istituzionali. Dagli accertamenti effettuati dalla CFB non emergono comunque delle indicazioni secondo le quali le commissioni per la distribuzione avrebbero realmente delle ripercussioni negative sulla qualità dei servizi di gestione patrimoniale. Con ogni probabilità le commissioni per la distribuzione non hanno un effetto sulla scelta dei prodotti. Tutti i fornitori considerati hanno adottato delle precauzioni organizzative, per evitare che simili incentivi pregiudichino i propri clienti.

Seppur riscontrando una certa necessità di intervento sul piano della vigilanza, il documento consultivo non propone soluzioni radicali. A mente della CFB, non sarebbe in particolare opportuno né adeguato imporre una modifica del modello di affari attuale mediante il divieto di commissioni per la distribuzione. A questo aggiungasi che la CFB non ne sarebbe abilitata dal punto di vista giuridico. La CFB propone invece di accrescere la trasparenza riguardante le commissioni per la distribuzione, indipendentemente dal prodotto, nei confronti degli clienti finali (“point of sale disclosure”). I gestori patrimoniali dovrebbero informare anticipatamente i propri clienti in merito ai parametri di calcolo e i margini di fluttuazione delle commissioni per la distribuzione delle diverse classi di prodotti. Dietro richiesta i clienti dovrebbero anche venir informati sull’ammontare delle prestazioni già ottenute da parte di terzi, nella misura in cui le stesse possano essere chiaramente attribuite ad una specifica relazione cliente con un dispendio ragionevole (come p.es. nel caso di retrocessioni su provvigioni di mediazione o commissioni di deposito). Tale misura corrisponderebbe in larga misura anche alla regolamentazione della MiFID e giustificherebbe la rinuncia ad una maggior trasparenza nell’ambito delle commissioni per la distribuzione a livello del prodotto quale p.es. i fondi di investimento. Benché una tale misura sia auspicabile, necessiterebbe di una concertazione internazionale, per impedire una distorsione della concorrenza nella distribuzione internazionale.

Con il presente documento consultivo la CFB dà avvio a una indagine conoscitiva riguardante il progetto di circolare “Regole quadro della gestione patrimoniale”. Il progetto contiene già una proposta di “point of sale disclosure”, che non dovrebbe concernere soltanto le banche, i commercianti di valori mobiliari e i titolari di un’autorizzazione ai sensi della legge sugli investimenti collettivi, bensì anche i gestori patrimoniali, le cui organizzazioni di categoria intendono sottoporre alla CFB i propri standard professionali per ottenere il loro riconoscimento quale standard minimo ai sensi della legge sugli investimenti collettivi di capitale. Di conseguenza ciò concernerebbe praticamente l’intero settore della gestione patrimoniale in Svizzera.



Key points

Modern asset management is characterised by a value chain made up of numerous elements. A range of providers and intermediaries are involved in the entire process or with individual services. Throughout the distribution process, they are remunerated in part by means of distribution compensation. This takes the form of financial or other benefits given by the producers of financial products to their distribution partners. If these also have duties of loyalty to their clients, this can result in conflicts of interest. Those affected must address these conflicts in an appropriate manner to ensure that their clients are not disadvantaged. This applies just as much to the financial sector as to other areas of the economy such as the healthcare sector or the travel industry, where third-party products and services are distributed by people whose primary task has to be to advise their clients.

The SFBC has considered the issue of distribution compensation in investment fund business and the use of external asset managers several times in recent years. At the end of 2006 it decided to look in more depth at distribution compensation in relation to potential conflicts of interests, with a view to improving transparency with regard both to such conflicts and to distribution costs (Chapter 1). To this end it established an internal project group which, following preliminary research in the first half of 2007, conducted in-depth workshops with selected banks, asset managers and fund managers as well as with experts in this area (Chapter 2). This discussion paper is based on these workshops and presents a detailed insight into the value chain for asset management and for the distribution of financial products. It highlights the problems and conflicts of interest that can arise in connection with distribution compensation and sets out the measures, organisational and otherwise, that can be taken to ensure that these potential conflicts do not disadvantage clients (Chapters 3 and 4). The particular characteristics and business models for the distribution of investment funds, exchange traded funds and structured products (Chapter 5) and the status of “independent” or “external” asset managers (Chapter 6) are also presented in detail. The description of the legal framework is clearly geared towards Swiss supervisory law, but also touches on civil-law aspects and both European (MiFID) and German legislation. The SFBC is not a civil court judge, however, and therefore refrains from expressing any opinions on civil law. Aspects relating to criminal, competition and other areas of law are not covered (Chapter 7). Following a conclusion, the action required from a supervisory law perspective and the options for taking this action are put forward in Chapter 8.

The paper reaches the following conclusion: the currently dominant model for the distribution of financial products contains many conflicts of interest, as products are largely offered and distributed by producers and distribution partners (“pushing”), and only rarely actively demanded by clients (“pulling”). One reason for this could be the inadequate level of information and the lack of market power among smaller clients. In any event, other business models in which advisory costs are wholly covered by investors have so far failed to make a lasting impression. Relationships with institutional investors are very different, but the SFBC’s investigations did not find any indication that distribution compensation actually has a negative impact on the quality of asset management



services. In fact, distribution compensation is likely to have little direct impact on product selection. All the providers observed have taken organisational precautions to guard against corresponding incentives for cheating their clients.

While the discussion paper is in favour of limited supervisory measures, it stops short of proposing any radical solutions. In particular, the SFBC believes it would be neither appropriate nor useful to force a change to the current distribution model by banning distribution compensation. Nor would the SFBC have the legal authority to do this. However, the SFBC is proposing greater non-product-specific transparency of distribution compensation for end clients (“point of sale disclosure”). Asset managers should inform their clients in advance of the calculation parameters and ranges for possible third-party distribution compensation for the various different product classes. Where requested by clients, amounts already received by third parties would also have to be disclosed, provided that with reasonable effort they could be clearly attributed to a specific client relationship (e.g. “retrocessions” on brokerage fees or custody fees). This step would also be largely in line with MiFID regulations and would justify the decision not to seek greater transparency of distribution compensation at the level of individual products, such as investment funds. This would be desirable in itself, but would require an international consensus to prevent competition distortions in cross-border business.

In parallel with this discussion paper the SFBC is also opening a hearing on a draft circular entitled “Cornerstones of Asset Management”. The circular already contains a proposal for a “point of sale disclosure” as mentioned above. This would not only cover the banks, securities traders and licence holders governed by the Collective Investment Schemes Act, but would also have to be observed by all asset managers whose industry organisations wish to have their professional standards recognised by the SFBC as minimum standards under the Collective Investment Schemes Act. Ultimately, therefore, it would encompass practically the entire asset management sector in Switzerland.



Questions aux participants à l'audition

La CFB invite tous les intéressés à s'exprimer sur les questions formulées dans ce document de discussion. Les prises de position peuvent lui être adressées jusqu'au 10 novembre 2008.

Les prises de position doivent être envoyées en tous les cas sous forme électronique (par email ou support de données électronique). Sans indication contraire, la CFB part du principe que les intéressés donnent leur accord pour que leur prise de position soit publiée.

Les personnes intéressées sont priées de se prononcer en particulier sur les questions suivantes :

1. Quelles implications pratiques ont les systèmes d'incitation et les conflits d'intérêts lors de la distribution de produits financiers pour les intermédiaires impliqués dans la distribution et pour les investisseurs institutionnels et privés?
2. La CFB doit-elle, en tant qu'autorité de surveillance bancaire et des marchés de valeurs mobilières, se consacrer davantage à ces questions et de manière générale à la distribution de produits financiers et aux conditions-cadres pour les partenaires de distribution?
3. Doit-on suivre autant que possible une approche « indépendante des produits », qui traite de façon uniforme tous les produits financiers équivalents du point de vue des investisseurs ?

Au vu de la prochaine intégration de la surveillance bancaire, des valeurs mobilières et des assurances dans la FINMA:

Une telle approche « indépendante des produits » doit-elle aussi inclure les produits d'assurance?

4. Dans quelle mesure une intervention du point de vue du droit de surveillance est-elle nécessaire et, le cas échéant, laquelle des approches décrites au chapitre 8 doit-elle être suivie par la CFB ? Y en a-t-il d'autres ?



Fragen an die Diskussionsteilnehmer

Die EBK lädt alle Interessenten ein, sich zu den in diesem Diskussionspapier aufgeworfenen Fragen zu äussern. Sie ersucht um eine Stellungnahme bis am 10. November 2008.

Stellungnahmen sind in jedem Fall in elektronischer Form (E-Mail oder elektronischer Datenträger) einzureichen. Ohne gegenteilige Mitteilung geht die EBK davon aus, dass die Interessenten mit einer Publikation ihrer Stellungnahme einverstanden sind.

Interessenten sind gebeten, sich insbesondere zu folgenden Fragen zu äussern:

1. Welche praktische Bedeutung haben die Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten für die am Vertrieb beteiligten Intermediäre und die institutionellen und privaten Anleger?
2. Soll sich die EBK als Aufsichtsbehörde über Banken und Wertschriftenmärkte vermehrt mit diesen Fragen und generell mit dem Vertrieb von Finanzprodukten und den Rahmenbedingungen für Vertriebspartner befassen?
3. Ist dabei möglichst ein „produkteunabhängiger“ Ansatz zu verfolgen, welcher alle aus Sicht der Anleger gleichwertigen Finanzprodukte einheitlich behandelt?

Mit Blick auf die kommende Integration von Banken-, Wertschriften- und Versicherungsaufsicht in der FINMA:

Soll ein solcher produkteunabhängiger Ansatz auch Versicherungsprodukte erfassen?

4. Inwiefern besteht ein aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf und welche der in Kapitel 8 geschilderten Ansätze soll die EBK gegebenenfalls weiterverfolgen? Gibt es weitere?



Domande ai partecipanti dell'indagine conoscitiva

La CFB invita tutti gli interessati ad esprimersi in merito alle domande esposte nel presente documento consultivo. Le prese di posizione devono essere inoltrate alla CFB entro il 10 novembre 2008.

Le prese di posizione devono in ogni caso essere inoltrate in forma elettronica (e-mail o supporto elettronico). Salva comunicazione contraria la CFB presume che gli interessati acconsentano alla pubblicazione della loro presa di posizione.

Le persone interessate sono invitate a esprimersi in particolare in merito alle seguenti domande:

1. Quale rilevanza pratica hanno i sistemi di incentivo e i conflitti di interesse nella distribuzione di prodotti finanziari per gli intermediari attivi nella distribuzione nonché per gli investitori istituzionali e privati?
2. È auspicabile che la CFB quale autorità di vigilanza sulle banche e i mercati dei valori mobiliari si chini più frequentemente su tali problemi e in generale sulla distribuzione di prodotti finanziari e sulle condizioni quadro per partner nella distribuzione?
3. È preferibile un approccio "indipendente dai prodotti", che tratti in modo uniforme tutti i prodotti equivalenti dal punto di vista degli investitori?

In vista della prossima integrazione della vigilanza sulle banche, sui valori mobiliari e sulle assicurazioni nella FINMA:

Un approccio neutrale dal punto di vista dei prodotti dovrebbe includere anche prodotti assicurativi?

4. In quale misura esiste una necessità di intervento dal punto di vista del diritto della vigilanza e quale delle opzioni descritte nel capitolo 8 deve all'occorrenza essere seguito da parte della CFB? Ve ne sono altri?



Questions for discussion participants

The SFBC would like to invite all interested parties to give their views on the issues raised in this discussion paper. Opinions are requested by 10 November 2008 and should be submitted in electronic form (e-mail or electronic data carrier).

In the absence of any indication to the contrary, the SFBC will assume that interested parties consent to their opinions being published.

Interested parties are asked to comment on the following questions in particular:

1. What are the practical implications of incentive systems and conflicts of interest regarding the distribution of financial products for the intermediaries involved in distribution and for institutional/private investors?
2. Should the SFBC in its capacity as the supervisory authority for banks and securities markets devote more time to these issues and to the distribution of financial products and conditions for distribution partners generally?
3. Should it adopt the most “non-product-specific” approach possible to ensure uniform treatment for all financial products which are equivalent from an investor perspective?

With a view to the impending integration of banking, securities and insurance supervision in the new FINMA authority:

Should a non-product-specific approach of this kind also include insurance products?

4. To what extent is action required under supervisory law, and which of the approaches presented in Chapter 8 should the SFBC continue to pursue where necessary? Are there any others?



Table des matières

Eléments principaux.....	2
<i>Kernpunkte.....</i>	4
<i>Punti principali.....</i>	6
<i>Key points</i>	8
Questions aux participants à l'audition.....	10
Fragen an die Diskussionsteilnehmer.....	11
Domande ai partecipanti dell'indagine conoscitiva	12
Questions for discussion participants	13
Table des matières	14
Liste des encadrés	17
Liste des abréviations	19
1 Introduction.....	20
2 Objectifs et méthode	21
3 Problématiques.....	22
4 La chaîne de création de valeur en matière de gestion de fortune.....	25
4.1 Modèles existants en matière de gestion de fortune.....	27
4.1.1 Gestion de fortune / <i>Asset Management</i>	28
4.1.2 Conseil en placement.....	31
4.1.3 <i>Execution only</i>	33
4.1.4 Délimitations.....	34
4.2 Modèles d'affaires du point de vue des prestataires	34
4.2.1 Banque universelle.....	35



4.2.2	Banque de gestion de fortune	37
4.2.3	Promoteurs de fonds	38
4.2.4	Gérants de fortune indépendants	38
4.3	Organisation du processus de placement (« banque modèle »)	39
4.3.1	Unité d'affaires « Clientèle privée »	39
4.3.2	Unité d'affaires « <i>Asset Management</i> »	41
4.3.3	Unité d'affaires « <i>Investment Banking</i> »	43
5	Spécificités de la distribution des fonds de placement, <i>Exchange Traded Funds</i> et produits structurés	45
5.1	Véhicules de placement pour la gestion de fortune	45
5.1.1	Fonds de placement	45
5.1.2	<i>Exchange Traded Funds</i>	47
5.1.3	Produits structurés	49
5.2	Rémunération par l'investisseur	50
5.2.1	Fonds de placement	51
5.2.2	<i>Exchange Traded Funds</i>	53
5.2.3	Produits structurés	53
5.3	Distribution	55
5.3.1	Structure	55
5.3.2	Rémunération des prestations de distribution par le promoteur	56
5.3.3	Distinction par rapport aux rémunérations versées par l'investisseur	57
6	Recours à des gérants de fortune indépendants	58
6.1	Éléments fondamentaux et intérêts en présence	58
6.2	Relations triangulaires	60
6.3	Problématiques et pratique des banques et négociants en valeurs mobilières	61
7	Cadre juridique	64
7.1	Objet	64
7.2	Droit civil	64
7.3	Droit de la surveillance et autorégulation	67



7.3.1	Loi sur les placements collectifs de capitaux et autorégulation	67
7.3.2	Loi sur les bourses et autorégulation	69
7.3.3	Autorégulation des gérants de fortune indépendants	69
7.3.4	Droit des investisseurs institutionnels	70
7.4	Droit allemand.....	70
7.5	Droit européen – MiFID	71
8	Mesures à prendre et approches en matière de droit de la surveillance	73
8.1	Bilan: des conflits potentiels inévitables lors de la distribution de produits financiers.....	73
8.2	Rôle de la CFB en qualité d'autorité de surveillance.....	75
8.3	Approches récentes de la CFB en matière de distribution	76
8.4	Pas de nouvelles prescriptions prudentielles – recours exclusif au droit civil (en tenant compte du droit privé spécial résultant de la législation sur les placements collectifs)?	78
8.5	Application prudentielle de prescriptions de droit civil?	78
8.6	Interdiction des commissions de distribution?	79
8.7	Exigences accrues en matière de transparence des contrats et autres documents?	80
8.8	Transparence au niveau des produits?	81
8.9	Transparence au point de vente?	82
8.10	Prescriptions organisationnelles pour gérer les conflits d'intérêts?.....	83
8.11	Conclusion provisoire: nécessité d'une intervention prudentielle pour renforcer la transparence au point de vente.....	84
	Littérature choisie.....	87



Liste des encadrés

Encadré n° 1: importance économique de la gestion de fortune.....	22
Encadré n° 2: glossaire – Les commissions dans le cadre de la distribution de produits financiers.....	23
Encadré n° 3: conflits d'intérêts en matière de gestion de fortune	26
Encadré n° 4: questions du point de vue de l'investisseur	27
Encadré n° 5: conflits d'intérêts dans le cadre des mandats de gestion de fortune.....	30
Encadré n° 6: conflits d'intérêts dans le cadre du conseil en placement	32
Encadré n° 7: conflits d'intérêts dans le cadre de prestations « <i>execution only</i> ».....	34
Encadré n° 8: conflits d'intérêts à plusieurs niveaux du côté des prestataires	35
Encadré n° 9: incitations à distribuer ses propres produits	36
Encadré n° 10: influence de la stratégie d'affaires des banques de gestion de fortune sur les conflits d'intérêts	37
Encadré n° 11: importance considérable des fonds non approuvés	47
Encadré n° 12: incidences des coûts sur l'évolution d'un placement	50
Encadré n° 13: le <i>Total Expense Ratio</i> (TER), un indicateur des coûts	53
Encadré n° 14: influence des commissions de distribution sur le conseil en placement et/ou la décision de placement.....	57



Encadré n° 15: conflits d'intérêts dans le modèle d'affaires des gérants de fortune indépendants	62
Encadré n° 16: commissions de distribution dans le secteur de la gestion de fortune en Suisse.....	74
Encadré n° 17: règles-cadres pour la gestion de fortune	85



Liste des abréviations

AdC LBA	Autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment d'argent
ASB	Association suisse des banquiers
ASG	Association suisse des gérants de fortune
CFB	Commission fédérale des banques
CO	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations)
Convention de Lugano	Convention du 16 septembre 1988 concernant la compétence judiciaire et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934
LBA	Loi fédérale du 10 octobre 1997 concernant la lutte contre le blanchiment d'argent dans le secteur financier
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995
LFINMA	Loi fédérale sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LPCC	Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux
MiFID	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers
OFAP	Office fédéral des assurances privées
OFAS	Office fédéral des assurances sociales
OPCC	Ordonnance du 20 novembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux
SFA	Swiss Funds Association



1 Introduction

Ces dernières années, la CFB s'est penchée à plusieurs reprises sur les rémunérations en matière de gestion de fortune. En 1999, elle a examiné les systèmes de bonus et de participation aux bénéficiaires sous l'angle des effets incitatifs qu'ils génèrent indépendamment du risque; puis en 2001, sur la base d'une analyse approfondie menée auprès de certaines banques, elle a formulé plusieurs critères applicables à la mise en place de systèmes de rémunération variables conformes à une *good market practice*.¹ En 2002 et 2003, elle a analysé auprès d'un panel représentatif de banques les relations d'affaires de ces établissements avec les gérants de fortune indépendants. Cet examen approfondi portait notamment sur les commissions versées par les banques à des gérants de fortune indépendants.² En 2003 et 2004, la CFB a examiné la tarification des fonds de placement.³ Elle s'est exprimée en 2005 sur la hausse des coûts de ces fonds. Elle a œuvré pour que la SFA édicte une directive visant à améliorer la transparence et a reconnu cette directive comme standard minimal de surveillance; l'entrée en vigueur de la disposition concernant la répartition des commissions de gestion entre les activités de Direction, d'*Asset Management* et de Commercialisation a toutefois été différée.⁴

Par un arrêt du 22 mars 2006, le Tribunal fédéral a tranché un litige de droit civil entre un gérant de fortune indépendant et son client. A cette occasion, le gérant de fortune a été condamné à transmettre à son client des « rétrocessions » qui lui avaient été versées par la banque dépositaire. Se fondant sur le droit général du mandat, le Tribunal fédéral a considéré que, du point de vue juridique, le client en l'espèce, n'avait pas valablement renoncé à la remise des contributions perçues par le gérant.⁵

Cet arrêt a suscité un vif débat non seulement parmi les professionnels du droit mais aussi et surtout dans les médias. On n'a pas manqué de s'interroger sur les possibles incidences sur les banques. D'une part, on s'est demandé ce qu'il en était des commissions que perçoivent les banques elles-mêmes. D'autre part, considérant la relation entre banque et gérant de fortune indépendant, on s'est demandé, du point de vue de la banque, à quel titre celle-ci était autorisée à verser des commissions au gérant de fortune indépendant.

En 2006, la CFB a examiné les conséquences de cet arrêt sur le secteur financier soumis à sa surveillance et conclu qu'il n'y avait pas lieu de réglementer dans l'immédiat. Dans le même temps, elle a toutefois décidé d'approfondir la question sous

¹ Rapports de gestion CFB 1999 p. 203 s., 2000 p. 192 s. et 2001 p. 195 ss. (consultables sur www.ebk.admin.ch).

² Rapports de gestion CFB 2002 p. 44, 2003 p. 75 et 2004 p. 47 s.

³ Rapports de gestion CFB 2003 p. 86 s. et 2004 p. 70 s.

⁴ Rapports de gestion CFB 2005 p. 70 ss. et 2006 p. 54 s.

⁵ ATF 132 III 460 (consultable en allemand sur www.bger.ch).



l'angle, d'une part, des conflits d'intérêts potentiels et, d'autre part, de ses efforts en vue d'améliorer la transparence quant à ces conflits et quant aux coûts de distribution.⁶

2 Objectifs et méthode

Le présent document de discussion vise à proposer une réflexion sur les problèmes liés aux commissions de distribution et à examiner dans quelle mesure il y a lieu d'intervenir. Fondés sur le droit en vigueur en matière de surveillance (autorégulation comprise), réflexion et examen sont opérés d'un point de vue prudentiel, c'est-à-dire du point de vue de la CFB en tant qu'autorité chargée de surveiller les secteurs bancaire et boursier, ainsi que les secteurs du commerce de valeurs mobilières et des placements collectifs de capitaux. La distribution de produits d'assurance est exclue du champ d'investigation. Certains aspects de droit civil sont abordés, mais les problématiques touchant au droit pénal, au droit de la concurrence et aux autres domaines juridiques sont laissées de côté.

En 2007, la CFB a institué un groupe de projet interne chargé d'élaborer un document de synthèse sur les différentes formes de rémunérations, ainsi que de collecter des données quant à leur poids économique.⁷ A cet effet, les membres du groupe de projet ont organisé plusieurs *workshops* auprès d'établissements représentatifs, en s'adjoignant l'aide d'un expert externe. Ont été évoquées dans ce cadre des questions concernant la chaîne de création de valeur (notamment conception de leurs propres produits par les établissements, achat de produits de tiers, distribution de produits, principaux flux financiers, incitations pour les collaborateurs, gestion des conflits d'intérêts potentiels, formation et contrôle des collaborateurs, etc.) ainsi que les préoccupations de la CFB. Celle-ci a aussi examiné à cette occasion les activités concrètes des établissements, et consulté leurs dossiers. La CFB n'a pas effectué une analyse systématique de tous les portefeuilles clients mais s'est contentée de travailler par sondages et sur des chiffres agrégés fournis par les établissements. Une analyse systématique aurait mobilisé des ressources en personnel et en argent dont la CFB ne dispose pas. La CFB considère que, même sans analyse systématique, les développements présentés ci-après, n'en sont pas moins pertinents.

Pour une meilleure compréhension, quelques éléments de base sont exposés en premier lieu. Après un bref aperçu des problématiques (chapitre 3), sont présentées en détail la chaîne de création de valeur dans le domaine de la gestion de fortune (chapitre 4), ainsi que ses spécificités lorsque l'établissement concerné distribue des fonds de placement, des *Exchange Traded Funds* et des produits structurés (chapitre 5) ou recourt à un gérant de fortune indépendant (chapitre 6). Il a paru opportun de mettre l'accent sur les fonds de placement, les *Exchange Traded Funds* et les produits structurés, puisque ce sont précisément les commissions de distribution relatives à ces produits qui sont au centre de l'intérêt médiatique. Enfin, après une présentation du cadre juridique (chapitre 7) sous un angle principalement prudentiel, est traitée la question

⁶ Rapport de gestion CFB 2006 p. 39.

⁷ Rapport de gestion CFB 2007 p. 83 et 87.



des éventuelles mesures à prendre et des approches à privilégier en termes de droit de la surveillance (chapitre 8). Pour ce faire, le point de vue des petits investisseurs (clientèle « grand public ») a été choisi.⁸

Encadré n° 1: importance économique de la gestion de fortune

En 2007, 337 banques, 69 négociants en valeurs mobilières et 46 directions de fonds étaient placés sous la surveillance de la CFB. Parmi les banques, près de 200 ont presque exclusivement une activité de gestion de fortune. Pour beaucoup d'autres dont les deux grandes banques (qui sont aussi les plus importants gérants de fortune de Suisse), la gestion de fortune est un pilier important. Quelque 300 banques disposent, en sus de leur autorisation bancaire, d'une autorisation d'exercer en qualité de négociant en valeurs mobilières. En 2007, parmi les produits soumis à approbation, la Suisse comptait plus de 1 200 fonds de placement suisses et plus de 4 500 fonds étrangers.

La Suisse participe à hauteur d'un bon tiers à l'activité de gestion de fortune transfrontalière mondiale et, en 2007, la valeur des portefeuilles de clients conservés en dépôt dépassait les 5 200 milliards de CHF. Près d'un septième de la création de valeur de l'économie suisse revient au secteur financier (assurances comprises), lequel emploie plus de 5% de la main d'œuvre.

(Sources: Banque nationale suisse, CFB, Département fédéral des finances, Office fédéral de la statistique)

3 Problématiques

En matière de gestion de fortune, les problématiques résultent des différents types de relations qui s'établissent dans le cadre de la chaîne de création de valeur (chapitre 4). Ainsi, certaines banques créent et distribuent elles-mêmes leurs propres produits (p. ex. des fonds de placement ou des produits structurés, cf. chapitre 5). Elles peuvent également choisir d'avoir recours à des sociétés du groupe pour la production et à des tiers pour la distribution. Il arrive aussi que les banques elles-mêmes soient sollicitées par des tiers en vue de la distribution des produits de ceux-ci. Ces activités de distribution donnent lieu à des commissions, que ce soit à l'intérieur de la banque (ou du groupe bancaire) ou entre la banque et des tiers.

Destinataires des commissions

Dans l'arrêt cité en introduction, le Tribunal fédéral n'a pas eu à trancher la question de savoir à qui revenaient de telles commissions, puisque ce n'était pas l'objet du litige. Depuis lors, le débat est vif. Certains considèrent que ces commissions représentent la

⁸ Dans le présent document de discussion, nous n'avons pas systématiquement privilégié les formulations faisant indifféremment référence aux hommes et aux femmes. Les développements concernant les investisseurs valent donc aussi pour les investisseuses, ceux concernant les collaborateurs pour les collaboratrices, etc.



rémunération des banques pour leurs services de distribution et autres prestations. Des auteurs proclament qu'elles doivent aller aux clients des banques (paragraphe 7.2). Or ces derniers ont des relations très diverses avec leur banque, puisqu'ils peuvent soit gérer eux-mêmes les avoirs en dépôt (le cas échéant, en se faisant conseiller par la banque), soit confier à celle-ci un mandat de gestion de fortune avec procuration (paragraphe 4.1). Dans certains cas, le conseil ou la gestion de fortune sont aussi assurés par des tiers, appelés gérants de fortune indépendants (chapitre 6).

Conflits d'intérêts et incitations

Selon l'organisation concrète des processus mis en œuvre, la conception et la distribution de produits, ainsi que les commissions correspondantes, peuvent entraîner des conflits d'intérêts. On est donc en droit de se demander dans quelle mesure des conflits potentiels ou réels influent ou pourraient influencer sur le comportement de collaborateurs des banques, et comment celles-ci gèrent les systèmes d'incitation. Sans compter que si l'on recourt à des gérants de fortune indépendants, le champ des incitations et des intérêts s'élargit.

Exigences de transparence

Dans le sillage de l'arrêt précité du Tribunal fédéral, on s'est demandé notamment dans quelle mesure les banques doivent s'assurer (p. ex. en obtenant confirmation, voire en procédant à des contrôles par sondages) que les gérants de fortune indépendants, dès lors qu'ils y sont tenus, informent leur clientèle des commissions versées par une banque et leur répercutent ces commissions, et comment ils le font. De manière tout à fait générale se pose la question du rapport entre transparence et information, au niveau de la conception du produit ou du produit lui-même comme au niveau de la distribution et de la vente (paragraphe 8.8 et 8.9).

Encadré n° 2: glossaire – Les commissions dans le cadre de la distribution de produits financiers

Bien avant l'arrêt du Tribunal fédéral de mars 2006 déjà, en relation avec le domaine traité ici, différentes notions étaient utilisées pour différents états de fait. La majorité de ces notions ne sont pas définies dans les textes de loi, de sorte qu'il est difficile de tirer des conclusions juridiques sur la seule base de leur formulation.

Dans le cadre du présent document de discussion, est utilisée la notion de **commissions de distribution (*Vertriebsvergütungen; distribution compensation*)** à titre générique.⁹ Ladite notion englobe non seulement les rétributions financières, mais aussi les prestations appréciables en argent telles les prestations en nature ou les prestations de services (p. ex. accès à des résultats d'études et d'analyses). Par souci de simplicité, on utilisera, dans le premier cas, le mot anglais de **hard commissions**, et,

⁹ En matière de TVA, on entend par « indemnité de distribution » une rémunération exonérée de TVA versée pour la distribution de placements collectifs. Depuis janvier 2007, il n'y a plus lieu de distinguer entre « indemnité de distribution » et « commission d'état », puisque cette dernière est désormais aussi exonérée de TVA.



dans le deuxième cas, celui de **soft commissions**. Les rétributions financières peuvent être versées **directement** ou **indirectement** (p. ex. par le biais de rabais).

En matière de fonds, est parfois exigée à l'émission d'un fonds une **commission d'émission (Ausgabekommission; issue fee)**; de même, en cas de rachat de parts, il arrive qu'une **commission de rachat (Rücknahmekommission; redemption fee)** soit prélevée. Ces montants sont imputés une seule fois aux investisseurs, et ils sont prélevés directement (*upfront*). En revanche, la **commission de gestion (Verwaltungskommission; management fee)** est prélevée sur le patrimoine du fonds de façon récurrente, le plus souvent annuellement, en rétribution de la Direction, de la Gestion (*Asset Management*) et de la Commercialisation. En cas de gestion de fortune individualisée, on désigne aussi ainsi les honoraires de gestion discrétionnaire des avoirs concernés. La commission de gestion peut aussi être proportionnelle à la performance (**performance fee**). En matière de fonds, la partie de la commission de gestion qui revient aux partenaires de distribution à titre de rémunération est communément appelée **commission d'état (Bestandespflegekommission; trailer fee)**. Pour les paiements effectués en rétribution de la partie « distribution » de la commission de gestion et destinés à certains investisseurs institutionnels qui, d'un point de vue économique, détiennent des parts de fonds pour des tiers (assurances vie et caisses de pension notamment), on utilise la notion de **rétrocessions (Rückvergütungen; reimbursements)**.¹⁰

Si les parts de fonds sont souscrites ou rachetées à leur valeur d'inventaire actuelle, il en va autrement en cas d'émission de produits structurés, où le prix d'achat exigé est souvent supérieur à la valeur théorique du produit sur le marché. Lorsque, par la suite, des produits structurés se négocient sur le marché secondaire, le montant versé à l'investisseur vendeur est inférieur au prix réel du marché, tandis que les autres investisseurs peuvent acheter à un prix supérieur. Cet écart, appelé **spread**, est donc un montant imputé aux investisseurs pour chaque transaction, et qui dédommage les tenus de marché (*Market Makers*) du produit pour la mise à disposition des liquidités. Comme les fonds, les produits structurés peuvent donner lieu au prélèvement de **commissions de gestion (Verwaltungskommissionen; management fees)**. La tarification varie selon les produits.

En contrepartie de leurs prestations, les banques imputent à leurs clients diverses **commissions (Kommissionen; fees)**, en particulier une **commission de garde de titres (Depotkommission; custody fee)** en rétribution de la conservation et de la gestion techniques des avoirs, ainsi que des **courtages (Courtage; brokerage fees)** pour chaque transaction exécutée. Une partie de ces commissions est transférée à des gérants de fortune indépendants, dès lors que ceux-ci assurent la gestion des avoirs concernés sur la base d'une procuration. On parle alors souvent de **rétrocessions (Retrozessionen; retrocessions)**. Lorsqu'on apporte des avoirs à une banque, on peut se voir verser une **commission d'apport (Beibringungskommission; finder's fee)** unique ou récurrente. Dans ce dernier cas, la commission d'apport prend la forme d'une **commission d'état (Bestandespflegekommission; holding fee)**.

¹⁰ Cf. art. 37 s. OPCC ainsi que la Directive de la SFA concernant la transparence dans les commissions de gestion (2005) reconnues comme standard minimal par la CFB.

4 La chaîne de création de valeur en matière de gestion de fortune

Du point de vue des investisseurs, un placement sur le marché financier se déroule pour l'essentiel selon le modèle suivant: tout d'abord, l'investisseur se familiarise avec le marché financier et se fait une idée des évolutions à venir (**recherche** ou **research**). Puis, au regard de sa situation, de ses besoins et de ses préférences, il prend une **décision de placement**. Il passe au stade de l'**exécution** en achetant ou vendant des titres (actions, obligations, dérivés, etc.). Les titres achetés sont alors **conservés** par un office de dépôt jusqu'à leur revente. Cette chaîne de création de valeur très sommaire est en principe la même pour tous les investisseurs, quelles que soient leur situation et la taille de leur patrimoine. Toutefois, si chaque investisseur menait lui-même à bien ces différentes étapes, les inefficiences seraient considérables, car chacun ne dispose pas des connaissances ni des ressources nécessaires pour élaborer, appliquer et surveiller une stratégie de placement optimale pour lui.¹¹ En outre, la gestion du risque impose des stratégies de diversification et de couverture, lesquelles supposent un certain volume d'avoirs pour être pertinentes.



Il convient donc d'acheter une partie des éléments de la chaîne de création de valeur, voire tous, plutôt que de tenter d'y faire face soi-même. Un même prestataire fournit ainsi certains processus à plusieurs investisseurs, ce qui a pour conséquence des économies d'échelle à titre quantitatif et qualitatif. Pour l'investisseur, cette situation est propice sous deux angles. D'une part, il peut se procurer certains éléments de la chaîne de création de valeur, p. ex. la recherche ou la définition de stratégies de placement, sous forme de **services**. Les prestataires de ces services agissent pour plusieurs investisseurs, lesquels profitent des opportunités offertes par des spécialistes et sont ainsi mieux positionnés que s'ils avaient fait des démarches individuelles. D'autre part, l'investisseur peut s'engager dans des **produits financiers** comme les fonds de placement ou des produits structurés. Ces produits présupposent des services de gestion de portefeuilles et peuvent, à cause du regroupement des avoirs d'un grand nombre d'investisseurs, évoluer efficacement sur le marché. En pratique, les investisseurs appliquent ces deux stratégies en parallèle. Selon leurs préférences et la taille de leur patrimoine, ils investissent en même temps dans des instruments simples et dans des instruments complexes, comme les fonds et les produits structurés. Ceci est vrai pour

¹¹ Sans compter que certaines activités, comme p. ex. les opérations de bourse ou la conservation de titres, sont soumises à autorisation. Pour cela, l'investisseur est donc tenu de recourir à des prestataires autorisés.



les investisseurs privés tout comme pour les investisseurs institutionnels, dont font partie les véhicules de placements collectifs eux-mêmes.¹²

Encadré n° 3: conflits d'intérêts en matière de gestion de fortune

En matière de gestion de fortune, comme dans toute relation d'affaires, il existe des **conflits d'intérêts** manifestes entre client et prestataire: l'intérêt du client est de se procurer les services au meilleur prix possible, tandis que celui du prestataire est d'être rémunéré le mieux possible pour ses prestations. Que ce type de conflits d'intérêts existe semble évident.¹³ Tant les clients que les prestataires en sont conscients.

Plus problématiques sont en revanche les conflits d'intérêts non visibles pour l'une des parties, ou **opaques**, auxquels on s'expose tout particulièrement en matière de gestion de fortune. Ceci s'explique notamment par le fait qu'il s'agit là de relations contractuelles à long terme. De plus, tant les prestations que les produits de placement sont aujourd'hui très complexes, de sorte qu'il est souvent impossible de les comprendre vraiment si l'on ne dispose pas de réelles compétences. Les prestataires regroupent divers services (conseil, gestion de portefeuille, exécution d'ordres de bourse) qu'ils proposent et facturent aux clients comme un produit unique. Certes, le premier critère de qualité, à savoir l'évolution du patrimoine, est facile à mesurer. En revanche, on ne peut l'évaluer qu'*a posteriori*, par rapport à une référence et tout en tenant compte du risque consenti.¹⁴ L'absence d'indicateur de référence, ou un choix inadéquat de ceux-ci, fausse l'évaluation. Enfin, le résultat d'un placement ne dépend pas seulement de la qualité du gérant de fortune, mais aussi de la situation générale du marché. Pour les investisseurs, il est difficile de séparer ces deux facteurs et d'apprécier pour elle-même la performance du gérant de fortune.

A moins de remettre en question la gestion de fortune en tant que telle, les conflits d'intérêts ne sont guère évitables: il convient donc de prendre des mesures préventives. La première solution imaginable est d'obliger les prestataires à une **transparence** totale. On peut toutefois se demander quel avantage l'investisseur tirerait de la divulgation d'informations supplémentaires. Il devrait toutes les analyser et, le cas échéant, réagir. Or, l'analyse nécessite du temps et des connaissances, ce dont tout le monde ne dispose pas; et une réaction efficace pour faire valoir ses intérêts suppose une position de force sur le marché, que les petits et moyens investisseurs n'ont pas. Si le marché n'offre pas d'alternative, la transparence ne conduit donc pas nécessairement à une baisse des prix des prestations ni à une meilleure qualité. Les tarifications en vigueur en sont la preuve: plus un investisseur est fortuné, plus les prestations lui sont fournies à des prix avantageux.

¹² Les structures de placement collectif, notamment les fonds, peuvent investir dans des fonds: on citera à cet égard l'exemple des fonds de *hedge funds*.

¹³ Des conflits d'intérêts se présentent surtout lorsqu'un des cocontractants est tenu par la loi, en vertu d'un « devoir de loyauté », de préserver (aussi) les intérêts de l'autre cocontractant. Un tel devoir peut résulter du droit général du mandat (cf. paragraphe 7.2) ou, à titre supplémentaire, d'une réglementation spéciale telle qu'en prévoit p. ex. le droit des marchés financiers (cf. paragraphe 7.3 ainsi que les notes 78 et 97).

¹⁴ Une prise de risque accrue doit se traduire par une performance accrue des placements. Le ratio de Sharpe (*reward-to-variability-ratio*) est un exemple d'indicateur de la corrélation entre l'évolution d'un placement et le risque.



Une seconde alternative serait que l'autorité de surveillance ou le législateur réglemente la conception des modèles d'affaires et des produits.¹⁵ Il s'avère néanmoins souvent que ces règles visant à la « protection des consommateurs » ne s'appliquent qu'aux petits et moyens investisseurs, tandis que les gros investisseurs, ainsi que les plus expérimentés et les institutionnels, peuvent opérer hors du cadre prescrit en vertu du professionnalisme qu'on leur reconnaît.¹⁶ Et comme ce cadre ne s'adapte aux innovations qu'avec un décalage dans le temps, les petits et moyens investisseurs ne bénéficient pas des innovations au niveau des produits. En outre, l'obligation de concevoir son offre en fonction du grand public génère des coûts supplémentaires pour le prestataire tout en le protégeant de la pression du marché et des prix. Dès lors, l'investisseur grand public dispose d'un moindre choix de produits, mais à un prix plus élevé.

4.1 Modèles existants en matière de gestion de fortune

S'agissant des prestations de services en matière de gestion de fortune, les investisseurs tant privés qu'institutionnels ont à leur disposition plusieurs formules. Celles-ci se distinguent au premier chef par l'ampleur des prestations fournies.

Encadré n° 4: questions du point de vue de l'investisseur

Pour choisir une option ou un produit financier donné, les questions à se poser, ou à poser à son conseiller en placement ou à son gérant de fortune, sont notamment les suivantes:

1. *Quels sont mes besoins?*

A combien s'élèvent mes dépenses courantes? Quelles sont mes exigences en termes de prévoyance vieillesse et d'accroissement de la fortune? Quand aurai-je besoin des actifs investis? Quelle est mon expérience en matière financière?

2. *Quels risques suis-je capable de prendre et disposé à prendre?*

Mes revenus me permettent-ils de compenser d'éventuelles pertes, ce qui me permettrait de me montrer plus enclin au risque? Serai-je contraint, à moyen terme, de puiser dans mon patrimoine pour vivre, de sorte qu'il convient d'éviter les risques trop importants? Est-ce que je connais les risques liés aux marchés financiers, et plus particulièrement aux produits envisagés? Est-ce que je suis prêt à les assumer?

3. *Quelles sont les prestations que j'attends de mon conseiller en placement ou de mon gérant de fortune?*

Suis-je en mesure de prendre les décisions moi-même, est-ce que je souhaite le faire, ou est-ce que je préfère bénéficier des conseils d'un professionnel?

¹⁵ Ceci est l'approche retenue, par exemple, en matière de fonds de placement; cf. paragraphe 7.3.1.

¹⁶ Cette approche se trouve concrétisée, par exemple, dans la MiFID; cf. paragraphe 7.5.



4. *Mon conseiller en placement ou mon gérant de fortune m'inspire-t-il confiance?*

Est-ce qu'il est à l'écoute, est-ce qu'il prend les devants? Comprend-il ma situation? Quels sont les intérêts qui le motivent?

5. *Mon conseiller en placement ou mon gérant de fortune justifie-t-il son approche?*

Est-ce que je comprends ses propositions? M'explique-t-il clairement les risques liés aux produits? Est-ce qu'il répond à mes besoins personnels? Est-ce qu'il m'impose des produits?

6. *Quels sont les coûts liés aux produits qu'il me recommande?*

Ces coûts se justifient-ils au regard des risques et du rendement que l'on peut raisonnablement attendre? Existe-t-il des produits moins coûteux présentant un profil identique?

7. *Suis-je conseillé régulièrement et clairement?*

Les informations données sont-elles claires et compréhensibles? Suis-je en mesure de les évaluer de façon objective et de les comparer?

8. *La politique de placement mise en œuvre est-elle celle dont nous sommes convenus?*

Le conseiller en placement ou le gérant de fortune fait-il ce qui a été convenu? Est-ce qu'il réexamine régulièrement la politique de placement pour l'adapter en fonction de l'évolution de ma situation personnelle ou de la situation du marché?

9. *Suis-je satisfait des prestations de mon conseiller en placement ou de mon gérant de fortune?*

Mes besoins sont-ils satisfaits? Au-delà de l'évolution générale du marché, dans quelle mesure a-t-il contribué personnellement à la réussite de mes placements? Évalue-t-il ses prestations au regard de critères de référence adaptés, ces prestations soutiennent-elles la comparaison?

10. *Les prestations de mon conseiller en placement ou de mon gérant de fortune justifient-elles les rémunérations facturées?*

Que me propose-t-on pour évaluer sa prestation? Dans quelle mesure la prestation se reflète-t-elle dans la rémunération? Le montant facturé dépend-il de la performance?

4.1.1 Gestion de fortune / Asset Management

En choisissant l'option la plus complète, à savoir la gestion de fortune (au sens restreint), le client met tous les éléments du processus de placement entre les mains d'un gérant de fortune.¹⁷ Celui-ci reçoit le **procuration** d'investir, dans le cadre de la straté-

¹⁷ Les notions de « gestion de fortune » et « Asset Management » se distinguent davantage par le type de client concerné que par la prestation fournie: la « gestion de fortune » concerne la clientèle privée, tandis que les mêmes prestations destinées à des investisseurs institutionnels (p. ex. des caisses de pension)



gie convenue mais selon sa libre appréciation, les actifs qui lui sont confiés, c'est-à-dire de sélectionner, acheter et vendre des titres et autres instruments de placement. Le client n'est directement impliqué ni dans les prises de décision concrètes, ni dans leur mise en œuvre. En effet, la situation et les besoins du client sont examinés en détail avant l'octroi du mandat de gestion, et ses actifs sont investis conformément à la stratégie résultant de cet examen.

La tâche du **conseiller à la clientèle** est d'entretenir le contact avec le client, de l'informer et d'identifier ses besoins. Certains prestataires séparent strictement la fonction d'interface, endossée par le conseiller à la clientèle, et le processus de placement en tant que tel, confié à un **gestionnaire de portefeuille**. Le conseiller à la clientèle n'a alors aucun moyen d'influer sur la composition du portefeuille. Seuls le conseil et le suivi de la relation de clientèle lui reviennent. Pour justifier cette répartition des rôles, on fait souvent valoir qu'elle permet de professionnaliser le processus de placement. Elle est surtout le fait des grandes banques, alors que d'autres préfèrent conférer davantage de compétences au conseiller à la clientèle. Il arrive même que ce dernier – toujours dans le cadre de la politique de placement de la banque concernée – prenne les décisions de placement et assume donc en parallèle la gestion de portefeuille. Ce sont surtout les banques de moindre importance qui privilégient ce modèle, arguant le fait qu'il donne une large responsabilité au conseiller à la clientèle dans la gestion de la relation d'affaires et qu'il stimule son « esprit d'entreprise ». De plus, selon les partisans de ce modèle, le conseiller à la clientèle est plus que le simple « visage » de la banque à l'externe puisqu'il répond face au client de la performance d'un gestionnaire de portefeuille. Aussi leur semble-t-il légitime que le conseiller puisse avoir une influence, à l'interne, sur le résultat du placement.

Pour la gestion de fortune avec procuration, le prestataire perçoit une rémunération. Deux modèles prédominent en la matière. Dans le premier cas, le client verse une **commission de gestion**, qui couvre le conseil et la gestion de portefeuille. Les transactions éventuellement exécutées lui sont facturées en sus sous la forme de **courta-ges**. Depuis peu, ce modèle tend toutefois à céder la place au **forfait** (*all-in-fee*), notamment pour la clientèle institutionnelle. Le forfait couvre toutes les prestations de gestion de fortune du mandat. Il se calcule en fonction du montant des actifs sous gestion et varie, selon le type de mandat (marché monétaire, obligations, actions des marchés développés, actions des marchés émergents, etc.), entre 50 et 200 pb.¹⁸ Aucun coût supplémentaire n'est imputé au client au titre des transactions exécutées.¹⁹

sont désignées par le terme d'« *Asset Management* ». Les deux notions s'appliquent donc à la même prestation, même si son contenu précis peut varier en raison de différences dans les besoins des clients privés et institutionnels ainsi que dans le volume des actifs sous gestion.

¹⁸ 100 points de base (pb) égalent 1%.

¹⁹ Outre qu'il permet de déterminer facilement les coûts réels liés à un mandat de gestion de fortune, le forfait présente l'avantage de ne pas inciter le prestataire à accroître ses revenus au détriment du client en pratiquant le *churning* (cf. note 68). Comme les coûts liés aux transactions ne peuvent pas être répercutés sur le client, l'intérêt du prestataire est avant tout d'appliquer la stratégie de placement en passant le moins d'ordres possible. Ce modèle peut toutefois se révéler désavantageux dès lors que les ordres



Encadré n° 5: conflits d'intérêts dans le cadre des mandats de gestion de fortune

Ce qui intéresse principalement le client, c'est que son portefeuille évolue conformément à son profil et à sa propension au risque. Comme de très nombreux facteurs entrent en jeu, l'**appréciation du résultat de placement** n'a rien de simple. Raisonner par comparaison avec des références (*benchmarks*) n'est utile que dans certains cas, car bien souvent il n'existe pas de référence correspondant précisément à la stratégie de placement du mandat. S'y ajoute le fait qu'il convient d'évaluer non seulement la mise en œuvre de la stratégie de placement, mais aussi son choix.

Le **modèle de rémunération** associé à un mandat est certes aisément compréhensible, mais il n'est pas nécessairement transparent. La prestation facturée comprenant de nombreux éléments, le client est dans l'incapacité de déterminer quels éléments sont proposés à quel prix. De plus, à défaut de précisions supplémentaires, il ignore quels sont les revenus indirects générés par le mandat. Décomposer la rémunération selon les prestations fournies n'améliore toutefois la transparence que si le client dispose des qualifications requises pour comprendre en quoi consistent les différentes prestations et rémunérations, et pour les comparer avec des offres concurrentes.

Comme les recettes résultant d'un mandat dépendent de la taille du patrimoine du client, le gérant de fortune bénéficie de toute évolution positive de ce patrimoine. Mais les intérêts du client et du prestataire peuvent être liés plus étroitement encore, par le biais d'une **commission de performance** (*performance fee*): le gérant de fortune perçoit alors un pourcentage défini par avance sur les plus-values réalisées. La commission de performance reste une formule peu répandue dans le domaine de la gestion de fortune grand public et, même dans les relations d'affaires avec la clientèle privée fortunée, elle est relativement exceptionnelle. Les prestataires n'ont guère intérêt à renoncer à la corrélation entre rémunération et volume des actifs sous gestion, celle-ci leur étant favorable puisqu'indépendante de l'évolution du portefeuille. Compte tenu du consensus qui règne à cet égard, le modèle plus concurrentiel de la commission de performance devrait avoir du mal à s'imposer à l'avenir. Les expériences faites en matière de *hedge funds*, où il est d'usage de prélever une commission de performance en sus de la commission de gestion, permettent en outre de douter que cette structure de rémunération soit avantageuse pour le client. Certes, tant le client que le gérant de fortune bénéficient des évolutions positives du patrimoine. En revanche, comme le gérant de fortune ne participe pas à d'éventuelles pertes, il pourrait être tenté de suivre une stratégie de placement (trop) risquée. En outre, ces commissions de performance sont comparativement élevées. Il en irait vraisemblablement de même en matière de gestion de fortune et les prestataires ne manqueraient pas de chercher à compenser les éventuelles pertes de rémunération endurées à cause d'une mauvaise évolution du marché dès que des accroissements du patrimoine paraissent réalisables.

On constate en pratique que, dans le cadre des mandats de gestion de fortune, presque tous les prestataires remettent régulièrement à leurs clients des **relevés de fortune** détaillés. Ceux-ci font apparaître l'évolution des placements en valeur absolue, mais aussi en valeur relative par rapport à des références. A cet égard, la transparence

passés ont atteint le niveau du forfait: le prestataire peut alors avoir tendance à exécuter moins d'opérations que ne l'exigerait l'intérêt du client.



requisse prévaut donc, d'autant plus que l'on considère aujourd'hui qu'un système de *reporting* de qualité fait partie intégrante des prestations de gestion de fortune – et que les clients y tiennent. Mais le **choix des références** reste problématique. D'une part, il dépend du portefeuille et est donc difficile à imposer. D'autre part, prescrire un choix ou un critère de choix équivaudrait à définir un critère de qualité, ce qui, sous cette forme, ne saurait être le rôle d'une mesure réglementaire. L'exigence générale d'utiliser des références « adéquates » existe d'ores et déjà, dans la mesure où le choix abusif de références inappropriées peut être assimilé à un manquement au devoir de loyauté.

4.1.2 Conseil en placement

En choisissant l'option « conseil en placement », l'investisseur décide de recourir aux **conseils** de professionnels pour ses décisions de placement, qu'il continue toutefois de prendre lui-même. Pour les petits et moyens clients, le conseil en placement reste le plus souvent sans frais, ce qui ne signifie pas pour autant qu'il est fourni gratuitement. Jusqu'ici, les tentatives de facturer ces prestations aux clients, proportionnellement aux coûts générés, ne sont pas parvenues à s'imposer sur le marché.²⁰ Si les banques proposent sans facturation spécifique cette prestation pourtant coûteuse, c'est principalement parce que la mise en œuvre de leurs recommandations génère du chiffre d'affaires par le biais des courtages et autres commissions. Les fournisseurs de prestations de conseil ont donc intérêt à ce que les clients les chargent de l'exécution ou optent pour les produits qu'ils distribuent. Quant aux clients, ils ne sont pas tenus de le faire, mais il peut être avantageux pour eux de concentrer leur processus de placement sur un seul prestataire. Dans ce cas en effet, les conseillers ont accès aux portefeuilles des clients et peuvent donc optimiser leurs conseils en fonction des situations et des besoins. En outre, pour les clients, confier le mandat à une banque tierce prend tellement de temps que l'éventuelle économie de coûts perd tout intérêt.

Le mandat de gestion de fortune décrit plus haut n'étant guère proposé aux petits et moyens clients, le modèle du conseil en placement est répandu sur ce segment. Les considérations de coûts ne sont pas seules à plaider en sa faveur. Cette clientèle privilégie en effet les stratégies de placement à long terme et les produits peu risqués (obligations, dépôts d'épargne). Il est rare qu'elle ait à réagir rapidement aux impulsions du marché, de sorte qu'elle peut sans dommage espacer les entretiens de conseil et les remaniements de portefeuille éventuellement nécessaires.

En matière de conseil en placement, les banques proposent principalement deux prestations. En premier lieu, elles mettent à disposition une vaste **gamme d'informations**, parfois ciblées, à laquelle les clients peuvent recourir activement. A ce stade toutefois, il n'y a pas véritablement de conseil. En deuxième lieu, les clients ont la possibilité de solliciter des **recommandations de placement concrètes**, élaborées par des conseillers en placement au regard de leur situation et de leurs exigences spécifiques.

²⁰ S'agissant de la clientèle privée fortunée, les banques proposent toutefois de plus en plus des mandats de conseil payants et rédigés par écrit, selon des formules variables.



Encadré n° 6: conflits d'intérêts dans le cadre du conseil en placement

Le client prend sa décision de placement sous sa propre responsabilité, tout en ayant été conseillé, ou du moins informé, au préalable. Le conseiller, qui ne participe pas au résultat du placement, ne touche dans un premier temps que des courtages et autres commissions indépendantes de l'évolution du portefeuille. *A court terme*, les objectifs du client et du conseiller sont indépendants. *A moyen terme*, les intérêts en présence peuvent être opposés dès lors que le conseiller privilégie le chiffre d'affaires et que les produits recommandés ne sont pas optimaux au regard des besoins du client. Ce conflit peut aussi perdurer *à long terme*, jusqu'à ce que le client se rende compte qu'il ne bénéficie pas d'un conseil optimal et en tire les conséquences (par exemple en changeant de prestataire).

Dans le cadre du conseil en placement comme dans celui d'un mandat de gestion de fortune, le client doit être en mesure d'évaluer la prestation de son conseiller. Or, on peut se demander si tel est bien le cas pour les clients les moins fortunés. Il leur manque en effet les compétences techniques nécessaires; de plus, lorsque les montants placés sont modestes, il est presque contreproductif de consacrer beaucoup de temps à gérer sa fortune, d'autant plus que d'éventuels remaniements de portefeuille entraînent des frais de transaction élevés et que ces clients privilégient dès lors souvent une stratégie *buy and hold forever*.

S'agissant des petits investisseurs, une solution consiste à soumettre la sélection des produits à des restrictions réglementaires et à n'autoriser que les produits dont la structure incitative et la tarification sont simples et transparentes.²¹ Dans la pratique, ceci aboutit à identifier, comme nous l'avons évoqué plus haut, des « produits grands public ».²² Une telle « segmentation réglementaire du marché » peut avoir pour conséquence que des produits par ailleurs identiques soient proposés selon deux variantes, l'une destinée au « grand public » et l'autre aux « professionnels ». Cette dernière serait soumise à la pression du marché et donc des prix, tandis que la première, destinée au « grand public » pourrait être vendue plus cher. Le client le moins sophistiqué paierait ainsi trop.²³ Se poserait en outre le problème de la classification des clients. Les classifications habituelles, en fonction de la taille du patrimoine ou du volume des transactions, ne correspondent pas nécessairement à la qualification de l'investisseur et semblent donc plutôt arbitraires.²⁴

Par ailleurs, les relevés de fortune complets et explicites qui sont d'usage en matière de gestion de fortune ne sont remis que contre paiement aux clients qui optent pour le conseil en placement. Ces derniers doivent les commander spécifiquement, ce qu'ils ne

²¹ C'est l'approche retenue par la MiFID; cf. art. 19 al. 10 MiFID.

²² Cf. encadré sous l'introduction au chapitre 4.

²³ On observe actuellement ce genre de situation en matière de fonds de placement. Ceux-ci comportent souvent plusieurs catégories de parts, qui se distinguent par les commissions de gestion: les investisseurs institutionnels bénéficient régulièrement de catégories plus avantageuses que celles qui sont proposées aux investisseurs privés.

²⁴ La MiFID, notamment, prévoit des classifications en fonction de la taille du patrimoine ou du volume des transactions; cf. en particulier son Annexe II. En Suisse, l'art. 10 LPCC et l'art. 6 OPCC définissent des « investisseurs qualifiés » au regard de leur fonction et/ou de la taille de leur patrimoine.



font souvent pas, soit par souci d'économie, soit parce qu'ils ignorent l'existence de ce service. Il serait donc souhaitable que les banques informent plus clairement leurs clients de cette possibilité. De même, elles devraient les informer sur l'existence de conflits d'intérêts. La pratique montre que, pour la plupart, elles le font. Ici aussi, toutefois, on ne peut et ne doit pas empêcher l'investisseur de se pencher de près sur les produits et services qu'il achète, ce qui nécessiterait néanmoins une « *investor education* » appropriée.²⁵

4.1.3 Execution only

La variante « *execution only* » est celle qui comprend le moins de prestations. L'investisseur prend ses décisions de placement lui-même, sans recevoir le moindre conseil ou la moindre recommandation, et il charge le prestataire (en général un courtier, un négociant en valeurs mobilières ou une banque) d'exécuter les ordres d'achat et de vente qu'il lui passe. Ces **ordres** indiquent l'instrument financier à négocier, la quantité, le prix, le délai et la place boursière où effectuer la transaction. Il incombe alors au prestataire de les exécuter conformément aux indications de l'investisseur, sans aucune marge d'appréciation. La rémunération prend la forme d'une **commission proportionnelle aux transactions**²⁶ dont le taux, en particulier pour les gros clients, se négocie. Les banques en ligne, typiquement, ne proposent que ce type de prestations.

Dès lors qu'un investisseur opte pour la variante *execution only*, il doit assurer lui-même ou confier à d'autres prestataires les étapes du processus de placement situées en amont (recherche, décision de placement) et en aval (surveillance des placements effectués). En conséquence, le courtier chargé de l'exécution n'est responsable que de ladite exécution à l'égard de l'investisseur. Il ne participe pas à la décision de placement et n'a aucune influence en la matière. Toutefois, il existe des prestations supplémentaires qui ne sont pas directement liées à des services de courtage, mais qui sont fréquemment proposées aux clients par les courtiers. Ces prestations payantes, appelées aussi *soft commissions*, peuvent inciter un investisseur à travailler avec tel courtier plutôt que tel autre. On citera par exemple, à cet égard, l'accès à des services de recherche. Les clients institutionnels, en particulier, s'assurent ainsi un accès bon marché à ces services chez plusieurs courtiers même si, s'agissant de l'exécution des transactions, aucun argument tenant à l'accès au marché ou à l'efficacité ne justifie une collaboration avec plusieurs prestataires proposant des gammes de prestations similaires.

La variante *execution only* concerne pratiquement tous les segments de clientèle. L'élément décisif est la compétence de l'investisseur ainsi que sa capacité et sa volonté d'investir du temps et des ressources dans la gestion de son patrimoine. Tel est notamment le cas des investisseurs professionnels, comme les gros investisseurs institutionnels. Mais pour les petits et moyens investisseurs qui souhaitent limiter les prestations pour des raisons de coûts ou autres, les prestations *execution only* sont attrayantes.

²⁵ Cf. encadré en tête du paragraphe 4.1, ainsi que le paragraphe 8.2.

²⁶ Le montant de cette commission dépend du volume de la transaction et des valeurs concernées. Pour la clientèle institutionnelle, on pratique aussi fréquemment les *flat-fees*.



Encadré n° 7: conflits d'intérêts dans le cadre de prestations « *execution only* »

Il n'y a pas de conflits d'intérêts majeurs à signaler, dans la mesure où le prestataire ne prend aucune décision susceptible d'influer sur le résultat du placement et où les commissions sont facturées au titre de la seule exécution des ordres, indépendamment des plus-values réalisées. A noter toutefois qu'outre une ou plusieurs relations d'affaires *execution only*, le client peut s'adjoindre les services d'autres prestataires, par exemple en matière de recherche ou de conseil en placement. Comme précisé plus haut, il peut y avoir là des conflits d'intérêts, qui font d'ailleurs l'objet d'une réglementation spécifique.²⁷

4.1.4 Délimitations

En fonction de ses besoins, de ses connaissances et de la taille de son patrimoine, un investisseur peut décider de recourir en parallèle à plusieurs des formules précitées. On peut ainsi imaginer qu'il fasse appel à un conseiller en placement, tout en confiant l'exécution de ses ordres non seulement à ce conseiller, mais aussi à un autre courtier dans le cadre d'une prestation *execution only*. De même, certaines parties du patrimoine peuvent être gérées dans le cadre d'un mandat, tandis que d'autres sont placées sous la responsabilité de l'investisseur lui-même.

Les investisseurs institutionnels, en particulier, combinent volontiers les différentes approches. La répartition se fait le plus souvent par marchés (régions, catégories de placement du type actions, obligations, etc.), en choisissant pour chaque marché la meilleure alternative et le meilleur prestataire. Toutefois, plus le patrimoine sous gestion est fragmenté, plus il est difficile et coûteux de le gérer et d'évaluer les résultats des placements.²⁸

4.2 Modèles d'affaires du point de vue des prestataires

Les banques universelles à vocation internationale, présentes sur quasiment tous les marchés et tous les segments de clientèle, couvrent l'ensemble des maillons de la chaîne de création de valeur et l'ensemble des produits. Toutefois, la majorité des opérateurs se cantonnent à certains maillons ou à certains aspects du marché mondial de la gestion de fortune. En pratique, divers modèles ont vu le jour. Outre les banques universelles, nous nous intéresserons ici aux banques de gestion de fortune, aux ban-

²⁷ Cf. p. ex. les Directives de l'ASB visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière (2008), reconnues comme standard minimal par la CFB.

²⁸ Certaines banques de dépôt proposent désormais à part, sous la dénomination de *global custody*, un service de conservation de titres. Dès lors qu'un investisseur opte pour une conservation centralisée de ce type, les titres en portefeuille sont déposés auprès d'un *global custodian*, sans tenir compte ni du mandat de gestion de fortune en vertu duquel le placement a été effectué ni de la personne qui l'a effectué. Le *reporting* et la surveillance des autres prestataires incombent alors au *global custodian*. L'investisseur bénéficie ainsi des avantages spécifiques de plusieurs gestionnaires de portefeuille et plusieurs négociants en valeurs mobilières, tout en conservant une vue d'ensemble sur ses avoirs.



ques de détail davantage axées sur les transactions grand public, aux promoteurs de fonds et aux gérants de fortune indépendants.

Tout prestataire est en droit de réaliser, grâce à son activité, un rendement sur fonds propres approprié. En termes d'économie globale, une répartition trop détaillée de la chaîne de création de valeur sur plusieurs prestataires peut toutefois s'avérer inefficace. Aussi, il convient dans ces cas-là de regrouper plusieurs maillons de la chaîne sur un prestataire. Cet **opérateur intégré** est alors appréhendé comme une entité et sa situation financière s'apprécie au niveau du groupe. Peu importe qu'il soit subdivisé en plusieurs unités organisationnelles. En tant que centres de profits ou de coûts, ces entités répondent des gains ou des frais qu'elles engendrent. Les prestations qu'elles fournissent en interne sont rémunérées par des **taux de facturation** définis dans ce qu'il est convenu d'appeler des *Service Level Agreements*. Le prix de ces prestations peut correspondre au prix du marché, mais il peut aussi s'en écarter notablement selon la stratégie de l'entreprise, sa structure juridique et les règles fiscales qui lui sont applicables.

Encadré n° 8: conflits d'intérêts à plusieurs niveaux du côté des prestataires

Les établissements ne constituent pas des entités homogènes, mais sont généralement structurés selon un modèle hiérarchique. Leurs unités organisationnelles et leurs collaborateurs sont donc guidés par des intérêts qui ne correspondent pas nécessairement aux objectifs suprêmes de l'entreprise dans son ensemble.

Les incitations résultant du marché, des structures organisationnelles internes, des résultats attendus et des conventions d'objectifs conclues avec les collaborateurs ont en pratique un impact nettement plus marqué que la stratégie officielle de l'entreprise. Plus l'entreprise est grande, plus sa stratégie globale est diversifiée, plus les conflits d'intérêts sont fréquents. Pour bien les appréhender, il convient de prendre en compte les intérêts à trois niveaux:

1. entreprise globale,
2. départements et unités organisationnelles internes,
3. collaborateurs.

Indépendamment de la structure juridique et du niveau d'intégration d'un prestataire, l'organisation interne de ce dernier ainsi que la collaboration entre ses diverses entités peuvent influencer sur d'éventuels conflits d'intérêts. Du point de vue réglementaire, il conviendrait d'examiner les structures incitatives internes et d'identifier les problématiques éventuelles. En pratique, un tel examen n'est cependant guère réalisable, dans la mesure où des structures incitatives *informelles* (occultes ou inconscientes) jouent un rôle significatif tout en se soustrayant par définition à toute évaluation.

4.2.1 Banque universelle

Les banques universelles interviennent sur la plupart des segments du secteur financier (par exemple opérations grand public, gestion de fortune, *Asset Management*, *investment banking*) et accordent une importance égale à chacun de ces domaines d'activité.



Souvent, ces prestataires sont aussi fortement intégrés. Leur taille et leur orientation permettent de concentrer tous les maillons de la chaîne de création de valeur au sein du groupe.

Du **point de vue du groupe**, dans la perspective de maximiser les revenus, il est souhaitable que les prestations fournies en interne soient aussi achetées en interne. Une banque intégrée a toutefois la possibilité de se tourner vers les produits et services de prestataires externes, même s'ils seraient disponibles en interne. Cette « **architecture ouverte** » présente deux avantages. D'une part, elle est plus attrayante pour les clients. Ceux-ci se voient proposer les produits optimaux, quelle que soit leur provenance. D'autre part, les prestataires internes sont soumis à la pression concurrentielle du marché, ce qui les incite à améliorer la qualité de leurs services.

L'architecture ouverte se rencontre-t-elle dans la pratique? Il est difficile de le dire. Même dans les dépôts des banques ayant opté pour l'approche ouverte, on trouve fréquemment, en majorité, des propres produits. Et dans la plupart des banques, plus de la moitié des produits choisis sont des produits « internes ». Ceci n'est pas nécessairement contraire aux intérêts du client, dès lors que ces produits sont concurrentiels en termes de performances et de coûts. Si l'on examine les taux de facturation internes, on constate toutefois que certaines prestations, comme par exemple la gestion de portefeuille, ne sont pas fournies au prix du marché. Dès lors, les revenus générés reviennent pour l'essentiel aux unités opérant en amont. Dans le cas des fonds de placement et des produits structurés, il s'agit du département Gestion de produits et du département Distribution, et non des unités de gestion de portefeuille ou des unités clientèle. Dans ces dernières, les produits internes génèrent des revenus comparables à ceux des alternatives externes. Les unités qui peuvent influencer sur la composition des portefeuilles n'auraient donc, en tout cas du point de vue financier, aucun intérêt à privilégier les prestations internes.

Encadré n° 9: incitations à distribuer ses propres produits

Un gérant de fortune qui élabore ses propres produits de placement a intérêt à les vendre le plus souvent possible, et ce pour diverses raisons. Plus le volume placé est important, plus les économies d'échelle sont importantes, et meilleur est le rendement d'une gamme de produits aussi large que possible, dont le client bénéficie lui aussi. Un prestataire intégré a tout intérêt à utiliser ses services commerciaux pour distribuer ses propres produits. De là à conclure qu'il privilégiera les produits internes dans ses canaux de distribution, il n'y a qu'un pas. Sur le marché, on observe ceci: dans les dépôts des gérants de fortune disposant d'une vaste gamme de produits internes, celle-ci est nettement surpondérée. D'une part, au sein du groupe, l'accès au canal de distribution interne est plus aisé. Mais aussi, en sens inverse, il est plus facile pour les partenaires de distribution de faire remonter en interne des idées de produits et du feed-back.

On ne peut exclure que les conseillers à la clientèle et les gestionnaires de portefeuille soient incités à faire le forcing sur la vente de certains produits. Ces incitations peuvent revêtir un caractère formel (notamment budgétaire) et/ou informel (mise à disposition de documents de vente et de conseil, manifestations d'information internes). Les conseillers à la clientèle et les gestionnaires de portefeuille sont ainsi mieux informés sur les produits de leur propre banque et les privilégient tout naturellement, sans que d'autres



incitations aient à intervenir. Au niveau de la distribution, ceci suffit à conférer un avantage aux produits concernés et permet, en tout cas partiellement, de « téléguider » le choix des produits.

Pour le client, un lien étroit entre conseillers à la clientèle ou gestionnaires de portefeuille d'une part, et direction de fonds du groupe d'autre part, ne serait toutefois préjudiciable que si les produits du gérant de fortune concerné étaient plus chers et/ou de moins bonne qualité que des produits similaires proposés par d'autres banques. Or les produits internes font l'objet d'évaluations indépendantes, y compris par des prestataires externes de services de recherche. Conseillers et gestionnaires de portefeuille ne tarderaient donc pas à se rendre compte des performances moindres réalisées par les fonds internes. En outre, ils iraient à l'encontre des intérêts des clients s'ils privilégiaient systématiquement des produits de qualité médiocre. Enfin, les personnes concernées ne connaissent généralement pas les détails des flux de commissions de distribution, de sorte qu'elles auraient du mal à optimiser ces commissions. Il n'en demeure pas moins que des incitations informelles peuvent conduire à privilégier certains produits.

4.2.2 Banque de gestion de fortune

Comme une banque universelle, une banque de gestion de fortune peut proposer tous les maillons de la chaîne de création de valeur. S'agissant plus précisément des moyennes et grandes banques de gestion de fortune, elles n'ont rien à envier aux banques universelles en termes de performances. Elles s'en distinguent toutefois par leur stratégie d'affaires, en mettant clairement l'accent sur la gestion de fortune. Les autres domaines d'activité ne sont pratiqués qu'en support à la gestion de fortune ou à titre complémentaire.

Encadré n° 10: influence de la stratégie d'affaires des banques de gestion de fortune sur les conflits d'intérêts

Plus la stratégie d'affaires d'une banque est claire, moins il y a de conflits d'intérêts potentiels. La focalisation d'une banque de gestion de fortune sur les besoins des investisseurs privés a pour conséquence que les intérêts de ces clients risquent de devenir prédominants. Les éventuels éléments accessoires à la stratégie (par exemple la production de fonds) sont subordonnés à cet objectif. Les effets de cette hiérarchisation se manifestent notamment dans le rapport concurrentiel entre produits externes et produits internes. Les services *Asset Management* des banques de gestion de fortune ont tendance à peiner davantage pour placer les produits internes en interne. Ceci apparaît dans la composition des dépôts: ceux des banques de gestion de fortune comportent souvent une part plus importante de produits tiers, ainsi que le montrent de façon exemplaire les études de la CFB. Ceci tient aussi au fait que les produits internes de ces banques ne leur permettent pas de couvrir tout l'univers de placement, de sorte qu'il s'avère indispensable de recourir à des produits tiers.



4.2.3 Promoteurs de fonds

Un promoteur de fonds est spécialisé dans la production et la distribution de fonds de placement. Il propose donc tous les maillons de la chaîne de création de valeur, mais fournit sa prestation sous forme de produit de placement. Le chapitre 5 décrit les activités spécifiques des promoteurs de fonds ainsi que les structures de revenus.

Même lorsque la direction de fonds pourrait distribuer elle-même ses fonds en direct, elle délègue souvent cette tâche à des tiers, en particulier pour ce qui concerne l'accès aux clients finaux grand public. Les partenaires externes retenus soumettent les produits qu'ils sont chargés de distribuer à un examen approfondi portant notamment sur l'évolution antérieure des placements, le cursus des différents gestionnaires de portefeuille, la réputation de la direction de fonds, etc. De bonnes performances passées ne suffisent pas pour entrer dans la gamme de produits d'un partenaire de distribution potentiel. Les offres des différentes directions de fonds se chevauchent largement. En outre, pour des raisons de rentabilité, les **partenaires de distribution** ont souvent intérêt, d'une part, à composer leur gamme avec le moins de produits possible et, d'autre part, à collaborer avec un minimum de directions de fonds. Le marché des fonds est donc soumis à une forte pression concurrentielle, qui place les distributeurs performants dans une position avantageuse et leur permet d'exiger des rémunérations relativement élevées de la part des directions de fonds. Ces dernières versent aux partenaires lesdites rémunérations sous forme de commissions d'état, lesquelles sont déduites des commissions de gestion imputées au patrimoine du fonds.

A noter que les opérations de fonds de placement impliquant des investisseurs institutionnels (par exemple des caisses de pension) sont soumises à d'autres conditions: les commissions de distribution ne sont pas d'usage dans ce domaine car, en règle générale, ces investisseurs ne recourent pas aux prestations de distribution de tiers. Ce sont des investisseurs professionnels qui interviennent activement sur le marché, contactent les directions de fond potentielles ou sont directement contactés et suivis par elles.

4.2.4 Gérants de fortune indépendants

Le gérant de fortune indépendant assure le suivi d'un client, y compris la gestion de portefeuille, dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune. Il fournit ainsi les deux premiers maillons de la chaîne de création de valeur, à savoir la recherche et la définition de la stratégie de placement ainsi que la passation d'ordres d'achat et de vente. Les autres processus (exécution et conservation) sont confiés à une banque ou à un négociant en valeurs mobilières avec lesquels le client est également en relation directe.²⁹ Le chapitre 6 ci-après examine plus en détail le modèle d'affaires des gérants de fortune indépendants.

²⁹ Le recours à des banques ou à des négociants en valeurs mobilières est obligatoire pour des raisons réglementaires car, en vertu de la LB et de la LBVM, ces prestations sont soumises à autorisation.



4.3 Organisation du processus de placement (« banque modèle »)

En raison des différentes options dont disposent les investisseurs et des différents modèles d'affaires que choisissent les prestataires, l'organisation du processus de placement peut être très variable, que ce soit au niveau de la collaboration entre investisseurs et prestataires, des interfaces entre eux ou des structures internes des établissements. A titre d'exemple d'une telle structure organisationnelle, nous présentons ici une sorte de « banque modèle ». ³⁰ L'organisation des différents établissements peut s'en écarter en pratique. Toutefois, les processus décrits se retrouvent à peu près partout sous une forme analogue.

Une banque est généralement organisée en **unités d'affaires**, ou *business lines*, chargées chacune d'un segment du marché (par exemple la clientèle privée fortunée) ou d'une prestation (par exemple l'*asset management*). Les développements ci-après présentent une banque qui propose des prestations destinées à la fois à la clientèle privée fortunée (*private banking*) et à un segment moins aisé. Cette banque propose également des placements collectifs internes (par exemple des fonds) ainsi que des produits structurés, et elle a accès aux principaux marchés des capitaux. En Suisse, ce modèle correspond à celui des deux grandes banques, mais aussi des banques cantonales les plus importantes et de la plupart des banques de gestion de fortune. Certaines structures organisationnelles concrètes s'écartent de ce modèle. Ceci tient souvent aux évolutions historiques de l'organisation d'une banque, mais aussi à la prise en compte de certaines spécificités propres au prestataire ou au marché qu'il prospecte.

4.3.1 Unité d'affaires « Clientèle privée »

L'unité d'affaires « Clientèle privée » de notre banque modèle est chargée du **suivi global** de la clientèle privée, indépendamment de la taille du patrimoine. Il lui incombe en outre de développer la base de clients dans le cadre de campagnes de marketing ciblées ou par l'acquisition ponctuelle de nouveaux clients. A cet effet, elle se focalise à la fois sur son produit d'exploitation et sur les besoins des clients; sa tâche principale n'est pas de vendre les produits des autres unités d'affaires de la banque.

a) Conseiller à la clientèle

Le conseiller à la clientèle joue le rôle d'interface entre la banque ou le gérant de fortune et le client. Il est le « visage » de la banque. A ce titre, il n'est pas seulement responsable du suivi des clients existants, mais aussi de l'acquisition de nouvelles relations de clientèle. Généralement, la tâche du conseiller à la clientèle consiste à **vendre** des prestations, ce qui va de pair avec une vaste **mission de conseil**. Cette dernière varie selon l'option choisie par le client. Si ce dernier a privilégié la variante *execution only* (et, par exemple, une banque en ligne), le conseiller à la clientèle fournit principalement des services administratifs. Si en revanche le client a opté pour le conseil en placement, celui-ci incombe le plus souvent au conseiller à la clientèle, assisté le cas

³⁰ Cette présentation ne tient pas compte de la structure juridique. Celle-ci dépend pour l'essentiel du contexte réglementaire et fiscal, que le présent rapport n'aborde pas.



échéant de spécialistes. Afin d'atteindre un résultat optimal pour le client, le conseiller doit alors avoir une connaissance approfondie non seulement des stratégies et des possibilités de placement, mais aussi de la situation du client. Enfin, si le client a choisi la formule du mandat de gestion de fortune, la décision de placement est transférée au gestionnaire de portefeuille. Dans ce cas, selon le modèle d'affaires de la banque, le conseiller à la clientèle peut ne pas être impliqué. Les grands groupes et les banques de gestion de fortune classiques classent volontiers les clients en fonction de la taille de leur patrimoine: segment *retail* jusqu'à 100 000 CHF d'actifs en dépôt, segment *affluent* entre 100 000 CHF et 1 million de CHF, segment *wealth management* au-delà d'1 million de CHF. Les produits et les stratégies que les conseillers à la clientèle peuvent proposer varient et sont plus ou moins diversifiés selon le segment concerné.

Le **modèle incitatif** habituellement appliqué découle du fait que le conseiller à la clientèle a un rôle de vendeur. L'objectif prioritaire est de drainer de nouvelles affaires – de l'« **argent frais** ». Celui-ci se calcule « net », c'est-à-dire que l'on procède par compensation entre les acquisitions d'une part, les pertes de clients et d'actifs d'autre part. Les **revenus** générés par le client, par exemple sous forme de courtages, de commissions ou de commissions de distribution, sont secondaires. Afin d'exclure d'emblée tout conflit d'intérêts en la matière, ces revenus ne sont souvent pas portés directement à la connaissance du conseiller à la clientèle. Les indicateurs correspondants (argent frais, revenus) sont en général définis annuellement dans sa convention d'objectifs. Outre des facteurs comme la compétence ou le niveau hiérarchique du conseiller à la clientèle concerné, le taux de réalisation des objectifs convenus est déterminant pour le calcul de sa prime. La convention d'objectifs n'est habituellement pas détaillée par produits, de sorte qu'il n'est pas demandé au conseiller à la clientèle de faire le forcing sur certains produits. Mais son activité commerciale peut être orientée indirectement: le mandat de gestion de fortune étant la plus rémunératrice des différentes options présentées ci-dessus, le conseiller aura tendance à convaincre les clients qui s'y prêtent d'opter pour cette solution. Ceci est vrai aussi lorsque la promotion des mandats ne compte pas parmi les objectifs explicitement convenus. Toutefois, l'importance des incitations liées aux revenus ne doit pas être exagérée. Une stratégie d'optimisation des revenus qui néglige les intérêts du client mécontentera ce dernier à moyen terme, et il retirera ses fonds. Or ce facteur pèse plus lourd dans l'évaluation des performances du conseiller à la clientèle que la non-réalisation des objectifs: en toute logique, un conseiller avisé visera donc en priorité la satisfaction du client.

b) Départements sans contact direct avec la clientèle

Outre les unités de conseil, les banques mettent très souvent en place des départements sans contact direct avec la clientèle, chargés de gérer des **questions concernant tous les clients**. A cet égard, on distingue communément entre les départements axés sur le marché et ceux axés sur les produits. Les premiers sont chargés d'élaborer des **stratégies de marché**, un marché pouvant être défini géographiquement ou par segment de clientèle (taille du patrimoine). La mise en œuvre de ces stratégies incombe aux conseillers à la clientèle, mais aussi aux départements **Gestion de produits** (*Product Management*). Ceux-ci développent, sur la base des besoins théoriques des clients, des produits spécifiques qui seront ensuite vendus par les conseillers à la



clientèle. La notion de « produits » s'entend ici au sens large et désigne des offres de services comme les hypothèques, les cartes de crédit, les produits de conseil et de mandat, mais aussi des processus, par exemple une approche structurée en matière de conseil.

Généralement, ces départements sont organisés en centres de coûts. Le manager de produit (Product Manager) est évalué sur la base du volume de vente, lequel dépend à son tour de la qualité du produit, mais aussi des performances des unités de conseil. Si le manager de produit a une influence directe sur la qualité des produits, il ne peut agir qu'indirectement sur les performances des unités de conseil, en convainquant les conseillers à la clientèle des avantages de ses produits. Dans les grandes banques, il est assisté pour cela par des équipes qui sont proches des conseillers à la clientèle. Celles-ci sont rémunérées en partie, comme les managers de produit, en fonction de leurs volumes de vente.

4.3.2 Unité d'affaires « *Asset Management* »

L'unité d'affaires « *Asset Management* » est chargée de la **gestion des placements**, selon une approche par portefeuille. Chaque portefeuille regroupe les actifs d'un investisseur, institutionnel ou privé, ou d'un fonds.³¹ Le point commun à tous les types de portefeuilles est qu'ils sont investis conformément à une stratégie de placement déterminée par avance, mais réexaminée à intervalles réguliers.

a) Gestion de portefeuille

La **mise en œuvre de la stratégie de placement** définie pour un portefeuille relève de la gestion de portefeuille. Un gestionnaire de portefeuille peut assumer la responsabilité d'un ou plusieurs portefeuilles. En tenant compte de la stratégie de placement, des informations dont il dispose sur l'évolution des marchés et de ses propres évaluations, le gestionnaire de portefeuille investit et désinvestit dans différents instruments de placement. En d'autres termes, il passe des ordres d'achat et de vente. Les placements d'un portefeuille font l'objet de contrôles réguliers en termes de performances, de risques et de conformité à la stratégie de placement ; au besoin, la répartition du portefeuille est ajustée.

En pratique, et notamment pour les investisseurs privés, le caractère personnalisé de la gestion de portefeuille est limité pour des raisons de coûts. Pour chaque catégorie d'investisseurs (ces catégories étant établies selon la taille du patrimoine et la propension au risque), on définit des **portefeuilles types** que les gestionnaires reprennent, moyennant quelques adaptations. Pour eux, ceci constitue une aide tout en améliorant leurs performances.

Les performances d'un gestionnaire de portefeuille se mesurent à l'aune de trois critères. L'aspect majeur est la **performance de placement**. C'est une incitation qui fait en sorte que le gestionnaire de portefeuille choisit ses objectifs de placement au regard de la performance. Ainsi, ses intérêts coïncident avec ceux de l'investisseur. Selon le **pro-**

³¹ Cf. cependant note 17.



fil de risque de ce dernier, la stratégie de placement intègre des prescriptions quant aux risques qu'il est prêt à accepter. Ces prescriptions résultent souvent d'une pondération de catégories de placement et de marchés. Le gestionnaire de portefeuille est tenu de les respecter et ne peut s'en écarter sans motif. C'est là le deuxième critère d'évaluation de ses performances. Le troisième critère, qui est aussi le **critère de qualité** d'une gestion de portefeuille, consiste à comparer rétrospectivement le rendement réalisé et les risques pris. Les portefeuilles types proposés ne compromettent pas ce système incitatif: même s'il s'appuie sur un portefeuille type, le gestionnaire reste seul responsable des plus-values et des moins-values réalisées.

b) Direction de fonds

La production de placements collectifs est elle aussi rattachée le plus souvent à l'*Asset Management*. Du point de vue économique, ces placements collectifs correspondent à une **stratégie de placement distribuée sous la forme d'un produit**. L'acheteur de ce produit met des capitaux à la disposition du producteur, lesquels sont gérés et investis conformément à la stratégie de placement. Les plus-values réalisées sont créditées à l'investisseur, déduction faite des commissions de gestion et de distribution.

Les placements collectifs sont conçus comme des produits. La structure organisationnelle de leur production ressemble à celle de toute société, comme on en trouve en dehors du secteur financier, développant et commercialisant des produits. Elle comprend un département **Gestion de produits**, qui élabore et valide des idées et des thématiques de placements collectifs. Ce travail se fait en étroite collaboration avec les clients et partenaires de distribution potentiels. Par ailleurs, une unité de vente est chargée de distribuer les produits. S'agissant de la clientèle grand public, les directions de fonds ne s'adressent pas directement aux investisseurs, mais délèguent l'**activité de distribution** à des partenaires (gérants de fortune, conseillers à la clientèle, etc.) chargés de conclure des conventions de distribution et de trouver ainsi des débouchés.

Selon les modèles d'affaires, la production de placements collectifs se fait exclusivement en interne (elle incombe alors au département Gestion de portefeuille) ou est externalisée dans le cadre d'une évaluation. Une telle production externe se justifie dès lors qu'en interne, on ne dispose pas des ressources ni des compétences pour gérer efficacement le produit. Aussi, la direction de fonds qui, pour des raisons réglementaires, doit impérativement être une unité autonome et ne peut être intégrée au sein de la banque, recourt-elle souvent à des gestionnaires du groupe ou à des gestionnaires externes lorsqu'elle ne dispose pas de spécialistes susceptibles de prendre en charge sa stratégie de fonds.

La distribution de fonds relève par essence de la vente, à laquelle les collaborateurs sont stimulés par divers moyens. Le critère de référence est la **performance commerciale**, c'est-à-dire le volume des actifs gérés dans les produits, lequel à son tour ne dépend pas seulement des efforts de vente mais aussi de la qualité des produits. En outre, la réputation du prestataire et de sa marque joue un rôle important.



c) Achat de produits

Rares sont les prestataires qui sont à même de couvrir tous les besoins de leurs clients avec leurs propres produits de placement collectif. Il leur faut alors recourir aux fonds et aux produits structurés proposés par d'autres prestataires: c'est le modèle dit à « **architecture ouverte** ». L'offre de produits est de taille. Rien qu'en Suisse, plus de 6 000 fonds sont approuvés. Il est donc indispensable de mettre en place un processus structuré pour sélectionner les produits de tiers à intégrer dans la gestion de portefeuille et garantir ainsi un certain niveau de qualité. Les critères appliqués en la matière sont notamment le résultat de placement, la liquidité, l'expérience du prestataire et du gestionnaire de portefeuille. Les produits qui ne répondent pas à ces critères ne sont pas retenus. Les gestionnaires de portefeuille ne sont pas autorisés à investir dans ces produits de leur propre initiative, c'est-à-dire sans demande expresse du client.

En général, ces produits externes ne constituent cependant qu'une petite partie de la gamme de véhicules de placement. Ceci s'explique par plusieurs raisons. Premièrement, les produits de tiers retenus en interne sont soumis à une recherche approfondie; or, les ressources en la matière sont limitées. Deuxièmement, il existe de nombreux produits aux thématiques similaires; il convient donc non pas de multiplier les produits mais de sélectionner le meilleur dans chaque catégorie. Troisièmement, une offre pléthorique est source de pertes d'efficacité, sans pour autant présenter des avantages particuliers: les gestionnaires de portefeuille et les conseillers à la clientèle ont tendance à se disperser, ils doivent faire des sélections répétées et ils choisissent des produits qui ne sont pas optimaux. Il convient donc de limiter l'offre à un choix effectué à l'échelon central et de façon scrupuleuse.

Avec les producteurs tiers, les directions de fonds concluent des **conventions de distribution**. Celles-ci sont souvent rédigées sous forme de conventions cadres concernant tous les produits dudit producteur, ou au minimum une catégorie de produits (fonds en actions, fonds obligataires, fonds des marchés émergents, etc.). Outre le rythme des contacts entre le producteur et son partenaire de distribution, ces conventions déterminent aussi les commissions de distribution versées en rémunération des prestations du partenaire de distribution.

Les unités organisationnelles chargées de l'achat de produits de tiers et de la conclusion de conventions de distribution sont généralement organisées en centres de coûts et ne répondent donc pas des résultats. Ceci se reflète dans les structures incitatives, qui ne comprennent pas d'objectifs de vente pour les collaborateurs. De même, le montant des commissions de distribution encaissées n'est pas un critère d'appréciation de leurs performances.

4.3.3 Unité d'affaires « *Investment Banking* »

L'unité d'affaires « *Investment Banking* » et ses départements Négocier sont chargés d'exécuter les **opérations d'achat et de vente**. Ils fournissent aussi des **prestations de conseil** (comme par exemple l'accompagnement des fusions et acquisitions), que nous n'approfondirons pas ici. Une grande partie des portefeuilles de négoce des banques faisant l'objet d'opérations de couverture, c'est généralement au sein de l'unité



d'affaires « *Investment Banking* » que l'on trouve le savoir-faire requis pour ces **stratégies de hedging**. En fonction de l'évolution anticipée du marché et de ses propres objectifs, diverses structures de paiement sont possibles. Il convient de ne pas réserver ces prestations à l'usage interne, mais de les proposer aussi aux clients. C'est cette idée qui a donné naissance aux « produits structurés ».

a) **Négoce**

Les départements Négoce, organisés en fonction des différents marchés régionaux et des catégories de placement, ont en charge la gestion du portefeuille de négoce de la banque ainsi que l'exécution d'opérations de négoce au nom et pour le compte des clients.

Les départements Négoce sont constitués en centres de profit, ledit profit se composant du résultat des activités de négoce pour compte propre ainsi que des courtages encaissés. Il en va de même pour les négociants, qui répondent des résultats issus des marchés qu'ils prospectent et de la partie du portefeuille de négoce qu'ils gèrent. Les incitations sont indépendantes des intérêts des investisseurs: dans le négoce pour compte propre, où les négociants ont une marge de décision, les intérêts de la clientèle sont intacts.³²

b) **Ingénierie financière**

La tâche de l'ingénierie financière est d'élaborer, à l'aide de méthodes mathématiques, des stratégies complexes de négoce, de couverture et de placement. Outre ces modèles et ces processus généraux, elle traite aussi de problématiques concrètes, par exemple dans le domaine de la mise en œuvre de produits structurés. Celles-ci sont directement applicables, c'est-à-dire utilisables dans des opérations de négoce réelles.

L'ingénierie financière est généralement organisée en centre de coûts et n'a pas d'objectifs de chiffre d'affaires. Il en va de même des collaborateurs concernés, qui sont évalués principalement au regard de critères de compétence.

c) **Produits structurés**

Même si, au plan juridique comme au plan de la théorie financière, les produits structurés se distinguent des fonds, leur distribution est organisée de façon similaire. Toutefois, la production présente des différences significatives. Un produit structuré ne constitue pas un véhicule de placement juridiquement autonome et figé, mais une promesse de paiement structurée de l'émetteur, liée à des conditions. En conséquence, il n'y a pas de lien direct entre cette promesse de paiement et les transactions que l'émetteur effectue sur le marché pour reproduire le profil de paiement du produit structuré. Les spécificités de la distribution de produits structurés sont détaillées au chapitre 5.

³² La loyauté du comportement sur le marché, en revanche, peut être touchée. Cf. notamment à cet égard la circulaire 08/1 de la CFB, « Règles de conduite sur le marché concernant le négoce de valeurs mobilières ».



5 Spécificités de la distribution des fonds de placement, *Exchange Traded Funds* et produits structurés

Dans le cadre de ses placements, un investisseur peut acheter et vendre des titres individuels (actions, obligations, matières premières, monnaies, etc.), mais aussi des instruments financiers dérivés. Comme indiqué plus haut, il passe en principe ses ordres d'achat et de vente par le biais d'un intermédiaire financier mandaté à cet effet. Au besoin, il se procure des prestations de conseil auprès de sa banque, de son négociant en valeurs mobilières ou d'autres prestataires, à moins qu'il n'ait délégué l'intégralité de ses décisions de placement dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune. S'il peut ainsi acheter sur le marché les compétences qui lui manquent en matière de placement, il ne bénéficie en revanche pas des **économies d'échelle** liées à la taille des actifs investis. Il est donc judicieux de regrouper les intérêts et les patrimoines de plusieurs investisseurs et de les investir ensemble sur le marché. Les fonds ou les produits structurés sont des instruments de placement tout indiqués pour cela. Ils permettent à chaque investisseur de participer, au prorata, à l'évolution de la valeur du véhicule de placement géré par la direction de fonds ou par la SICAV, ou encore d'acheter un droit de paiement, dépendant des conditions du produit structuré, qu'il pourra faire valoir à l'égard de l'émetteur. Au-delà des économies d'échelle, l'investisseur bénéficie aussi des compétences et de l'accès au marché des prestataires. Enfin, en achetant certains produits, il a des possibilités de **diversification** de son patrimoine qu'il n'aurait pas en achetant des titres individuels, ne serait-ce que pour des raisons de coûts.

5.1 Véhicules de placement pour la gestion de fortune

Le présent document de discussion examine les véhicules de placement mis à la disposition du grand public. Aujourd'hui, il s'agit principalement des fonds de placement classiques, des *Exchange Traded Funds* et des produits structurés.³³ Ces derniers constituent une catégorie de placement très prisée depuis quelques années, à l'instar des fonds. Même si elles diffèrent par leur fonctionnement et leurs structures juridiques, toutes ces catégories de produits présentent l'avantage de regrouper les intérêts des investisseurs et les actifs à gérer.

5.1.1 Fonds de placement

Les fonds de placement sont des actifs apportés par des investisseurs à des fins de placement collectif et gérés pour le compte desdits investisseurs. Ils ont généralement une **durée illimitée** et constituent des **portefeuilles collectifs** autonomes par rapport à la direction de fonds, ce qui les protège en cas de problèmes de solvabilité de cette dernière. En outre, ils sont soumis à l'**approbation** et à la **surveillance de l'autorité compétente**. En souscrivant et en effectuant le versement correspondant, l'investisseur acquiert à l'égard de la direction de fonds, au prorata des parts souscrites, un droit de

³³ Au sens du présent rapport, la notion de « produits structurés » intègre les certificats *retail* à caractère de placement négociés sur la plate-forme « Scoach » (plate-forme commune de SIX Group et Deutsche Börse AG dédiée aux dérivés).



participation au patrimoine et au résultat du fonds de placement.³⁴ La valeur d'inventaire nette d'une part est égale à la valeur vénale des placements du fonds, déduction faite d'éventuels engagements, divisée par le nombre de parts émises. Elle peut donc se calculer à tout moment et en toute transparence. La **politique de placement** se définit au regard des objectifs de placement du fonds. Il appartient à la direction de fonds d'investir le patrimoine du fonds, mais elle peut déléguer cette tâche à des gestionnaires de portefeuille externes.

Selon les objectifs fixés, la complexité de l'*Asset Management* peut être plus ou moins grande. Le cas le plus simple est celui des **fonds indiciels**, qui reflètent un indice (SMI, Dow Jones, DAX, etc.). La politique de placement de ces fonds résulte directement de la composition de l'indice, la gestion est **passive**. L'évolution du fonds est liée à celle de l'indice. La demande étant relativement forte pour ces fonds indiciels et les directions de fonds n'ayant aucune possibilité de se démarquer les unes des autres, on ne trouve pour chaque indice que peu de fonds sur le marché, mais ce sont en général de très gros fonds. Les fonds indiciels sont souvent des **Exchange Traded Funds** (ETF; cf. paragraphe 5.1.2), dont les parts se négocient en bourse. Compte tenu de leur taille, ils sont très liquides.

D'autres fonds ne reflètent pas un indice, mais un marché ou un secteur, comme par exemple « Actions Suisse », « Petites capitalisations françaises », « Obligations américaines », « Technologie » ou « Télécom ». Sur le segment concerné, les gérants de fonds sélectionnent les titres qui, selon eux, sont appelés à connaître l'évolution la plus favorable. La recherche, mais aussi la détermination et la surveillance des objectifs de placement, supposent une gestion active et nécessitent dès lors d'importantes ressources. Celles-ci varient toutefois en fonction du marché et du secteur. Les placements effectués sur des marchés importants et liquides (« Actions américaines ») s'avèrent fréquemment moins coûteux que ceux effectués sur des marchés très volatils et peu liquides (petites entreprises, pays émergents).

Les fonds de placement suisses sont conçus pour l'essentiel comme des **autres fonds en placements traditionnels**. Ils investissent dans des titres tels qu'actions, obligations et dérivés mais, dans une moindre mesure, ils peuvent aussi vendre à découvert ou recourir au crédit. Dans le cadre des stratégies *long only*, la valeur du fonds dépend du marché dans lequel il est investi. Un fonds axé sur les actions suisses bénéficie ainsi de toute évolution favorable du marché des actions en Suisse. Il en va de même des **fonds en valeurs mobilières** et des **fonds immobiliers**. Les **autres fonds en placements alternatifs**, qui privilégient des secteurs « alternatifs », suivent en règle générale des stratégies plus complexes pouvant intégrer notamment d'importantes positions *short*.³⁵ Dans ce cas, le fonds et les investisseurs bénéficient de toute baisse des prix du marché. Le recours au crédit et l'effet de levier qui en résulte peuvent accroître notablement le rendement. Toutefois, les fonds alternatifs présentent souvent un profil de risque nettement plus marqué que les autres fonds en placements traditionnels.

³⁴ S'agissant d'une SICAV, l'investisseur acquiert, au prorata des actions souscrites, une participation à la société et à son bénéfice au bilan.

³⁵ Par position *short*, on entend p. ex. la vente à découvert d'une action.



Encadré n° 11: importance considérable des fonds non approuvés

Nous n'abordons ici que les fonds approuvés à la distribution, mais il existe aussi des fonds de placement qui ne sont pas soumis à l'approbation de la CFB. Tel est notamment le cas des fondations de placement et des fonds de placement étrangers, pour autant que l'on recoure à ces derniers dans le cadre d'un contrat de gestion de fortune. Dans cette hypothèse, il n'est pas nécessaire qu'ils soient préalablement approuvés à la distribution par la CFB.³⁶

S'il n'apparaît pas pertinent de s'attarder sur ces fonds dans le cadre du présent rapport, ils n'en jouent pas moins un rôle important sur le marché financier. On estime qu'ils représentent un volume de placement presque équivalent à celui des fonds approuvés.

5.1.2 Exchange Traded Funds

Même s'ils font partie des fonds de placement évoqués plus haut, les *Exchange Traded Funds* (ETF) méritent quelques développements spécifiques. Comme leur nom l'indique, les ETF **se négocient en bourse**, à l'image des actions cotées. Dès lors, les opérations d'achat et de vente présentent plusieurs originalités par rapport aux fonds de placement classiques.

a) Fixation transparente du prix en bourse

Les fonds de placement classiques se souscrivent et se rachètent à leur « valeur d'inventaire nette » (commission d'émission en sus en cas de souscription, déduction faite d'une commission de rachat en cas de rachat). La valeur d'inventaire nette est égale à la valeur vénale des placements du fonds, déduction faite d'éventuels engagements, divisée par le nombre de parts en circulation. La direction de fonds ou la SICAV la calcule à chaque date où des parts sont émises ou rachetées. Si un investisseur souscrit ou vend des parts de fonds, l'opération se fait à la valeur d'inventaire nette et est ainsi représentative de la valeur intrinsèque du fonds.

A la différence des autres effets négociés en bourse, dont le cours résulte exclusivement de l'offre et de la demande, les ETF sont soumis à une réglementation spéciale. Afin de protéger les investisseurs, un teneur de marché officiel est tenu par contrat de fixer des cours (vendeurs et acheteurs) à un *spread* donné pendant une durée de négoce.³⁷ Ainsi, les investisseurs ont la garantie de pouvoir acheter et vendre des parts d'ETF en bourse à un juste prix.

b) Stratégie de placement passive

Afin d'être attractifs pour le(s) teneur(s) de marché, les ETF doivent avoir une certaine taille. Les secteurs spécialisés, qui n'attirent qu'un petit nombre d'investisseurs, ne le

³⁶ Cf. la circulaire 03/1 de la CFB, « Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux ».

³⁷ Le *spread* dépend de l'indice reflété par l'ETF.



permettent guère. La plupart des ETF appliquent dès lors une politique de placement passive, sur laquelle il est facile de communiquer: ils se contentent de refléter des indices nationaux et étrangers connus.

c) Structure ordinaire des transactions en Bourse

S'agissant de fonds de placement classiques, les ordres de souscription et de rachat ne sont généralement exécutés que le lendemain du jour où ils ont été passés, sur la base du cours de clôture à la date de passation. Lorsqu'il passe son ordre, l'investisseur ne connaît donc pas la valeur d'inventaire nette qui sera décomptée (*forward pricing*). En conséquence, l'ordre ne fait qu'indiquer s'il convient d'acheter ou de vendre, et combien de parts sont à négocier.

Cet inconvénient non négligeable, en particulier pour les investisseurs qualifiés, n'existe pas pour les ordres ETF. Ceux-ci sont exécutés lorsqu'il y a un *match*, c'est-à-dire lorsque l'offre et la demande coïncident avec le cours indiqué dans les ordres. Pour les ETF liquides, il peut en être ainsi au moment de la passation de l'ordre. Par analogie avec le négoce d'actions, des ordres dits « au mieux », éventuellement assortis d'une durée, peuvent être passés. On rencontre aussi des ordres dits limités. Enfin, pendant une durée de négoce, un teneur de marché doit fixer des cours dans une certaine fourchette (cf. paragraphe 5.1.2 let. a)).

d) Coûts réduits

La plupart des ETF appliquant actuellement une stratégie de placement passive, les directions de fonds ne supportent pas les coûts liés à une gestion de portefeuille active. Ces fonds sont donc avantageux en termes de production et cet avantage est répercuté sur les investisseurs. Les coûts réduits des ETF s'expliquent également par le fait qu'il n'y a pas à verser de commissions de distribution; or en règle générale, ces commissions sont relativement élevées (cf. paragraphe 5.3.2).

e) Placements transparents

Les coûts réduits, la forte liquidité et la transparence des ETF gérés passivement rendent ces produits très attrayants pour les investisseurs. En raison de leur structure de coûts, les ETF sont tout indiqués pour diversifier un portefeuille.

L'attrait des ETF s'explique aussi par une tendance à séparer les placements alpha et les placements bêta.³⁸ En termes de coûts et de risques, les petits patrimoines ont par-

³⁸ Les placements *bêta* (comme p. ex. les ETF indiciels) reflètent le marché et constituent la base d'un portefeuille, ils sont transparents et se caractérisent par des frais réduits. Les placements *alpha* (comme p. ex. les fonds gérés activement) s'efforcent de dépasser le rendement moyen du marché grâce à des décisions de placement judicieuses. Le client paye cette prestation supplémentaire sous la forme d'une commission de gestion plus élevée, même si beaucoup de fonds gérés activement n'enregistrent guère d'excédent de rendement une fois les coûts déduits.



ticulièrement intérêt à se voir appliquer une stratégie bêta – mais les avis divergent à cet égard dans la profession.

5.1.3 Produits structurés

Les produits structurés offrent divers avantages à l'investisseur: la structuration du produit permet d'adapter le rapport risque/rendement en fonction des besoins; le délai de commercialisation (*time-to-market*) étant réduit, les produits structurés sont à même de réagir vite, et avec souplesse, à toute évolution de la situation sur les marchés; enfin, les caractéristiques et les profils de paiement diversifiés de ces produits permettent aussi à l'investisseur d'investir latéralement, sur des marchés stagnants voire baissiers.³⁹

Les certificats que souscrit l'investisseur ne représentent pas des parts d'un fonds spécial isolé, mais matérialisent la participation à l'évolution de la valeur du sous-jacent, par exemple la valeur d'une action ou d'un indice. Juridiquement, les produits structurés sont des titres de créance au porteur. En tant que porteur d'un tel titre de créance, l'investisseur s'expose au risque de défaillance de l'émetteur.⁴⁰ Le risque de contrepartie joue un rôle mineur dans la perception des investisseurs, dans la mesure où l'insolvabilité de l'émetteur est jugée improbable. Il est néanmoins important de garder à l'esprit que même les évolutions minimales de la solvabilité d'un émetteur se répercutent sur son *Credit-Spread*.⁴¹ Celle-ci, à son tour, influe sur la tarification du produit. En effet, si la prime de risque augmente, le produit structuré perd automatiquement de la valeur puisque le *Bondfloor* se réduit.⁴² L'émetteur peut ainsi se refinancer à bon prix grâce à des produits structurés. Il peut en résulter un conflit d'intérêts entre lui et l'investisseur.

Si les promoteurs de produits structurés sont soumis à l'obligation d'obtenir une autorisation d'exercer en tant que banque ou négociant en valeurs mobilières, et s'ils font l'objet d'une surveillance, **les produits n'ont pas à être approuvés en tant que tels**. La seule obligation est de publier un prospectus.⁴³ Quelques jours suffisent donc pour lancer un produit structuré, d'autant plus qu'aucune structure juridique n'est requise (contrairement à ce qui est exigé pour lancer un fonds de placement). La durée de ces véhicules varie généralement entre un et cinq ans. Les produits à rendement optimisé ont le plus souvent une durée inférieure à un an, ce qui les rend d'autant plus attrayants lorsqu'il s'agit d'exploiter des idées de placement à court terme, mais aussi de répondre à des besoins spécifiques de la clientèle. La souplesse de ces produits apparaît également en termes de volume d'émission: dès 100 000 CHF, il peut valoir la peine de met-

³⁹ Certains types de fonds peuvent aussi suivre ces stratégies *short*.

⁴⁰ Cf. à cet égard la brochure « Risques particuliers dans le commerce de titres », ASB, 2008 (p. 14 ss.; consultable sur www.swissbanking.org).

⁴¹ On appelle *Credit-Spread* la différence entre le taux d'intérêt sans risque et le taux du marché qu'un débiteur doit payer.

⁴² On appelle *Bondfloor* la valeur courante de la composante rémunérée (composante obligataire) d'un produit structuré.

⁴³ Cf. à cet égard les Directives de l'ASB relatives à l'information des investisseurs sur les produits structurés (2007), reconnues comme standard minimal par la CFB, ainsi que l'art. 5 LPCC et l'art. 4 OPCC.



tre en place un produit structuré, alors que le seuil représente plusieurs fois ce montant pour un fonds de placement en raison des coûts résultant des exigences réglementaires.⁴⁴

5.2 Rémunération par l'investisseur

Tout comme l'investisseur paye directement les prestations fournies dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune, et indirectement les services de conseil, les prestations d'une direction de fonds ou d'un promoteur de produits structurés ne sont pas gratuites. Or les commissions et les frais pèsent sur l'évolution de la valeur du véhicule de placement. Il est donc important que l'investisseur connaisse le montant des commissions.

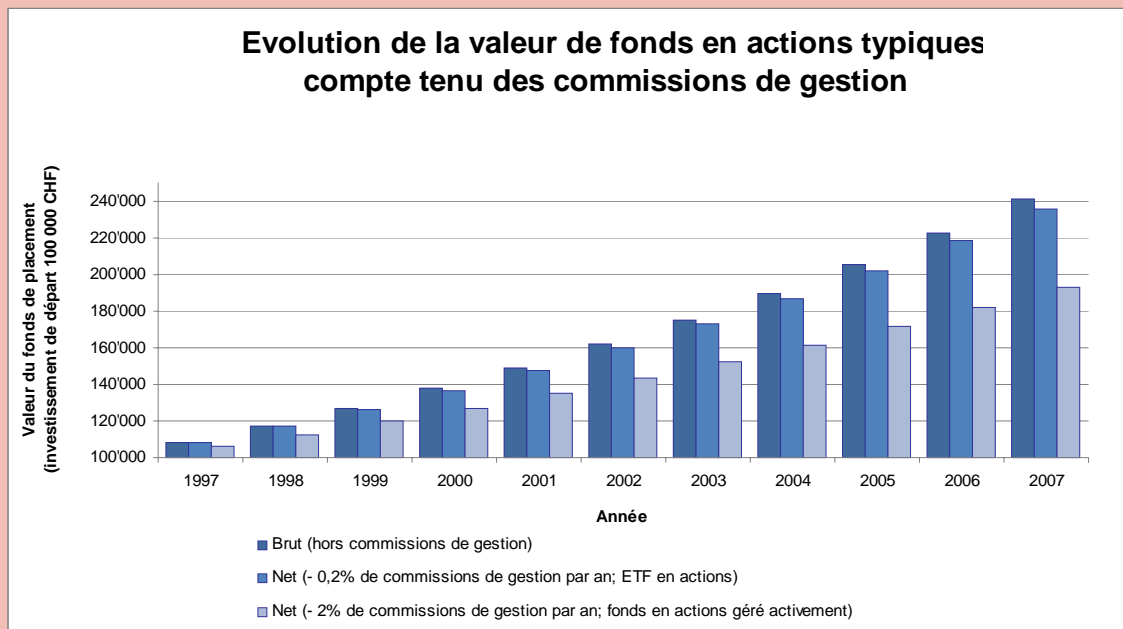
Encadré n° 12: incidences des coûts sur l'évolution d'un placement

Même si les coûts d'un fonds, qui se situent dans la fourchette basse des pourcentages à un chiffre, peuvent paraître réduits, ils n'en ont pas moins une incidence substantielle sur l'évolution d'un placement dès lors qu'ils sont fixés au prorata de ce dernier. L'exemple ci-après présente l'évolution hypothétique de la valeur d'un placement en fonds de 100 000 CHF sur 10 ans, en supposant que la performance du fonds est de 8% brut (c'est-à-dire avant prélèvement des frais).⁴⁵ En l'absence de frais, la valeur de ce placement au bout de 10 ans sera de 241 000 CHF. Si l'on prélève annuellement une commission de gestion de 2% (ce qui correspond au taux habituellement pratiqué pour les fonds gérés activement sur les grands marchés d'actions liquides), les frais imputés au fonds sur l'ensemble de la durée s'élèveront à 33 000 CHF. Au bout de 10 ans, la valeur des parts de fonds ne sera plus que de 193 000 CHF: en d'autres termes, l'investisseur aura perdu 35% de la plus-value. Les 33 000 CHF restants ne sont en outre pas disponibles pour un réinvestissement, ce qui réduit encore le rendement net. Or si l'investisseur opte pour un ETF indiciel sur actions, il bénéficiera de commissions de gestion nettement moins élevées. A supposer un taux de commission de 0,2%, ses parts de fonds ne se verront imputer que 3 700 CHF sur l'ensemble de la durée. Sous réserve que la performance brute de l'ETF soit égale à celle du fonds géré activement, l'investisseur touchera 236 000 CHF à l'échéance.

⁴⁴ En règle générale, le volume d'un fonds devrait s'élever au moins à plusieurs dizaines de millions. Les effets d'échelle sont en effet considérables, de sorte que la gestion des grands fonds est plus rentable.

⁴⁵ Ceci correspond à peu près, depuis 1997, à l'évolution d'un fonds en actions européennes axé sur la croissance et géré activement.

Exemple:



5.2.1 Fonds de placement

La structure de coûts des fonds de placement n'est pas purement une affaire de droit civil entre promoteurs et investisseurs. Dans le cadre du processus d'approbation et de surveillance, les autorités compétentes s'assurent que cette structure soit transparente et conforme aux exigences légales. En outre, le tarif des commissions et des frais annexes est thématiquement abordé dans l'appareil réglementaire proposé par les différents secteurs concernés, par exemple dans le cadre de l'autorégulation de la SFA. Actuellement, plusieurs éléments de rémunération sont d'usage et régis par la loi:

- Commission de gestion

La commission de gestion annuelle (*management fee*) représente la part la plus importante des commissions dues par l'investisseur car elle est récurrente. Elle va au promoteur du fonds et le rémunère pour tous les travaux liés à la gestion du fonds, notamment la direction en tant que telle, la gestion de portefeuille et la distribution. Par définition, elle ne varie pas selon que la direction de fonds externalise certains de ces éléments à des tiers ou au contraire les confie à son propre personnel, ni en fonction du prix des prestations. La commission de gestion (y compris une éventuelle commission proportionnelle aux résultats, appelée en anglais *performance fee*) est prélevée sur le patrimoine du fonds, dont l'évolution est ainsi amputée du montant correspondant. Le taux de la commission de gestion est communiqué à l'investisseur dans le prospectus du fonds, qui fait partie intégrante du contrat de placement collectif, et il figure dans les rapports annuels et semestriels. Il est donc parfaitement transparent. Le client l'accepte à la conclusion du contrat. Pour les fonds suisses ouverts au public, selon le type de placement et la complexité du



fonds, la commission de gestion peut aller jusqu'à 3% par an du patrimoine net du fonds. Pour les fonds de diversification des actifs et les fonds en actions, elle est généralement plus élevée que pour les fonds obligataires et les fonds du marché monétaire.

- Commission de banque dépositaire

Les placements du fonds sont conservés auprès d'une banque dépositaire, qui assure en outre l'émission et le rachat de parts de fonds ainsi que le trafic des paiements. Elle veille également à ce que la direction de fonds ou la SICAV se conforme aux prescriptions légales. En contrepartie de ces services, qui vont donc bien au-delà de la simple conservation du patrimoine du fonds, elle perçoit une commission de banque dépositaire. Celle-ci se calcule soit en pour-mille du patrimoine net du fonds, comme la commission de gestion, soit elle est déjà comprise, comme dans les modèles de rémunération « All-in-Fee » ou les modèles de commission forfaitaire de gestion.

- Commissions d'émission et de rachat

Les commissions d'émission et de rachat à la charge de l'investisseur rémunèrent les activités de vente ponctuelles des distributeurs.⁴⁶ Elles s'imputent sur le montant de placement ou de rachat, mais n'ont pas d'incidence sur les performances du fonds. Dans les cas extrêmes, la commission d'émission peut représenter jusqu'à 6% du montant investi, mais elle se situe le plus souvent entre 0,5% et 1,5%. Pour les fonds de diversification des actifs et les fonds en actions, elle est généralement plus élevée que pour les fonds obligataires. Pour les fonds du marché monétaire, la commission d'émission est minime voire nulle, car sinon ces produits ne seraient plus concurrentiels avec l'épargne. Les commissions d'émission et de rachat doivent être définies séparément dans le contrat de fonds ou le règlement de placement, qui peuvent toutefois n'indiquer qu'un taux plafond. Le taux qui sera appliqué à l'investisseur se négocie au cas par cas entre lui et le distributeur. La banque dépositaire étant tenue légalement d'assurer l'émission et le rachat des parts, c'est en principe elle qui prélève les commissions correspondantes, puis qui rétrocède les éventuelles commissions de distribution aux intermédiaires financiers concernés.⁴⁷

- Frais annexes

Constituent des frais annexes, d'une part, les courtages, taxes, émoluments, droits de mutation dans le cas des fonds immobiliers, etc., c'est-à-dire les frais liés à la gestion courante du patrimoine du fonds (frais de transaction). D'autre part, entrent également dans cette catégorie des frais sans lien direct avec la gestion des place-

⁴⁶ En ce sens, elles correspondent à un courtage, lequel n'est pas dû en cas d'achat et de vente de parts de fonds.

⁴⁷ S'y ajoutent les frais annexes non récurrents qui résultent soit du placement du montant versé, soit de la vente d'une partie des placements en raison de rachats. Ces frais sont imputés forfaitairement à l'investisseur ou au patrimoine du fonds.



ments, comme les frais annuels de surveillance du fonds, les frais d'impression et de publication de documents, les honoraires de la société d'audit, etc.

Encadré n° 13: le *Total Expense Ratio* (TER), un indicateur des coûts

Dans l'ensemble du secteur bancaire, le *Total Expense Ratio* (TER) est désormais un indicateur des coûts bien établi. Exprimé en pourcentage, il indique *rétrospectivement* quelle part du patrimoine du fonds représentent, au total, les commissions et frais courants imputés (charges d'exploitation).⁴⁸ L'investisseur dispose ainsi d'un moyen simple de comparer les coûts de différents fonds.⁴⁹

Pour autant, le TER ne permet pas une totale transparence des coûts. D'une part, les frais de transaction liés à l'*Asset Management* du fonds ne sont pas pris en compte.⁵⁰ Et d'autre part, l'investisseur ne voit pas le poids respectif des différentes composantes des coûts.

5.2.2 Exchange Traded Funds

S'agissant des commissions de gestion et de banque dépositaire, la tarification est globalement similaire à celle des fonds de placement classiques. Aucune commission d'émission ou de rachat n'est prélevée, puisque les parts se négocient en bourse. Comme toute transaction boursière, le négoce de parts d'ETF donne lieu à des courtages versés au négociant en valeurs mobilières chargé de la transaction. Pour le reste, nous renvoyons au paragraphe 5.1.2 let. a) et c).

5.2.3 Produits structurés

Les produits structurés et les fonds étant organisés selon des modèles juridiques et pratiques distincts, les modes de rémunération ne sont pas non plus identiques. Ces différences s'expliquent aussi par le fait que la tarification des fonds est régie par la loi, tandis que les produits structurés se sont développés dans un premier temps en dehors de tout cadre réglementaire. Un placement en produits structurés peut donc donner lieu aux prélèvements suivants:

- Majoration d'émission (agio)

Avec la forte croissance qu'ont connue les produits structurés et la concurrence acharnée qui règne sur ce marché, rares sont ceux qui prévoient encore expressément une majoration d'émission.⁵¹ Les certificats sont émis en majorité sans agio. Dans le cas contraire, le taux varie entre 1% et 3% de la valeur nominale et permet

⁴⁸ Cf. les Directives de la SFA sur le calcul et la publication du TER et du PTR des placements collectifs de capitaux (2008), reconnues comme standard minimal par la CFB.

⁴⁹ Lorsqu'on compare des fonds provenant de différents pays, il convient cependant de tenir compte du fait que les méthodes de calcul peuvent varier selon les pays.

⁵⁰ A cet égard, le *Portfolio Turnover Rate* (PTR), qui doit également être communiqué, peut donner des indications.

⁵¹ Tel est par exemple le cas lorsque le certificat donne accès à un marché exotique.



à l'émetteur de générer du profit. En outre, les montants prélevés au titre de la majoration d'émission peuvent servir à aménager le fonctionnement du certificat. Enfin, le prix d'émission peut être supérieur à la valeur financière théorique du produit. Pour l'émetteur, il en résulte une marge que l'investisseur non averti ne peut pas identifier d'emblée.

- *Spread*

A l'issue du délai de souscription, une fois que le négoce a commencé, la majoration d'émission est remplacée par un *spread* sur le marché secondaire. Le *spread* correspond à l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs que l'émetteur, en tant que teneur de marché, est prêt à fixer pour son produit. S'il tire le cours acheteur à la baisse, l'investisseur qui revend son papier touchera moins. Ce mécanisme de fixation des cours laissé à la discrétion de l'émetteur ne concerne pas seulement le négoce hors bourse, mais aussi les transactions effectuées en bourse. Cette fourchette constitue une source de recettes supplémentaire pour l'émetteur et un facteur de coûts non négligeable pour l'investisseur, dès lors que ce dernier ne conserve pas le produit jusqu'à l'échéance. L'écart du *spread* dépend de la plate-forme de négoce choisie, ainsi que de la structure et de la complexité du certificat.⁵² Il se situe entre 0,1% pour un certificat sur indice simple et qui se négocie relativement couramment, et plus de 1% pour une structure complexe et volatile. La fixation du *spread* est laissée à l'appréciation du seul émetteur et l'investisseur n'a aucun moyen de contrôle. Le *spread* représente la rémunération de l'émetteur pour la mise à disposition de liquidités, c'est-à-dire pour son engagement à racheter le certificat en tout temps. Compte tenu de l'échéance courte des produits et de l'intérêt éphémère des secteurs concernés, il est peu probable que le certificat soit revendu à d'autres investisseurs. Aussi, lors du rachat des certificats, l'émetteur devra adapter ses positions sur le marché, d'où des transactions et des coûts.

- Commission de gestion

Si la majoration d'émission et le *spread* sont des coûts non récurrents, la commission est un facteur de coût récurrent. Elle ne concerne toutefois que certains produits, qui génèrent effectivement des frais de gestion pour l'émetteur. Tel peut être le cas lorsque le sous-jacent est un panier d'actions ou une stratégie qui varie en fonction de critères prédéfinis. Les coûts liés aux ajustements effectués par le gestionnaire sont compensés sous forme de frais avec le cours du certificat, et ainsi répercutés sur l'investisseur.

- Commission de performance

Dans de rares cas, un certificat peut donner lieu à une commission de performance. Une telle commission sera prélevée, notamment, au titre des certificats sur *hedge funds*, qui promettent un bon rendement à l'investisseur quelle que soit la situation boursière. Le système applicable est calqué sur celui en vigueur en matière de fonds de placement.

⁵² Les bourses prescrivent toutefois à l'émetteur, pour chaque produit, un écart maximal autorisé.



- Frais de transaction

L'achat et la vente de certificats donnent lieu aux frais de transaction habituels (par exemple des courtages) lorsqu'ils sont effectués sur commission, mais pas lorsqu'il s'agit de véritables opérations d'achat ou de vente. Les frais de transaction sont communiqués à l'investisseur dans le tarif de la banque.

5.3 Distribution

Comme tous les fabricants de produits, les promoteurs de véhicules de placement doivent trouver des débouchés, et donc des clients. Ceci est vrai non seulement pour les directions de fonds ou les émetteurs de produits structurés autonomes, mais aussi pour ceux qui sont intégrés au sein d'une banque universelle. Dans ce dernier cas, le groupe a certes un contact direct avec les clients investisseurs. Néanmoins, comme ce contact intervient dans des unités d'affaires distinctes des promoteurs des produits, la problématique de la distribution concerne aussi les produits internes au groupe.

5.3.1 Structure

S'agissant de la distribution de fonds de placement et produits structurés, il convient de distinguer entre investisseurs institutionnels et investisseurs privés. Les premiers ont en général assez d'expérience, et un patrimoine de placement suffisamment conséquent, pour pouvoir entrer en contact et négocier directement avec les promoteurs (approche ***pull***).

S'agissant des investisseurs privés, la banque dépositaire ou le gérant de fortune interviennent davantage. Dans le cadre du conseil en placement ou d'un mandat, beaucoup de ces investisseurs délèguent en effet leurs décisions de placement, et donc la sélection des fonds ou des produits structurés, à leur gérant de fortune, ou tout au moins ils s'appuient sur lui pour cela. De ce fait, l'offre du marché des fonds se décale donc vers ces prestataires, lesquels ne prennent en compte qu'une partie de la gamme de produits théoriquement mise à leur disposition. Pour les promoteurs de fonds et de produits structurés, il est ainsi stratégiquement judicieux d'organiser la distribution en collaboration avec des gérants de fortune, afin d'atteindre les investisseurs potentiels (approche ***push***) D'un point de vue économique, les produits sont donc en premier lieu « vendus » aux investisseurs privés, et non « achetés » par ces derniers.⁵³

Le partenaire de distribution revêtant une importance cruciale pour le promoteur du produit, il est en position de facturer à ce dernier une **commission de distribution** au titre de sa prestation. En contrepartie, il intègre le produit dans ses listes de placement et le met en avant dans le cadre de ses prestations de conseil en placement et de gestion de portefeuille. Les prestations à fournir et les rémunérations correspondantes font l'objet d'une **convention de distribution** conclue entre le promoteur du produit et son

⁵³ Au regard des campagnes promotionnelles intenses dont les produits structurés, en particulier, font l'objet dans la presse quotidienne, on constate toutefois que l'on peut tout à fait susciter l'intérêt des investisseurs finaux, dans le but qu'ils achètent eux-mêmes les produits ou qu'ils en parlent à leurs intermédiaires financiers.



partenaire de distribution. Si une telle convention ne doit pas nécessairement exister pour qu'un gérant de fortune puisse acheter un produit au nom de son client, il est toutefois d'usage d'en conclure une à partir d'un certain volume. Le promoteur du produit y a d'ailleurs intérêt lui aussi. Comme les partenaires de distribution ne se lient ainsi qu'avec un petit nombre de promoteurs, ceux-ci bénéficient d'une certaine exclusivité qui influe positivement sur la rentabilité du partenariat.

5.3.2 Rémunération des prestations de distribution par le promoteur

a) Fonds de placement

Vendre des parts de fonds n'est pas la seule prestation que fournit le distributeur: il intervient aussi en amont et en aval. Ces prestations complémentaires concernent la sélection de produits de placement adéquats, la recherche correspondante, ou encore le marketing interne (information et formation des collaborateurs) et externe (recommandations aux clients dans le cadre du conseil). Il est aujourd'hui d'usage que le promoteur dédommage partiellement ses partenaires de distribution pour ces prestations. La rémunération à ce titre prend la forme d'une **commission d'état**, laquelle se définit au regard du portefeuille de produits détenu chez le prestataire et non d'une transaction ou d'un service précis. Sur l'opération d'achat ou de vente elle-même, le distributeur perçoit une **commission d'émission ou** (ce qui est rare) **de rachat**.

Le montant de la commission d'état ne coïncide que partiellement avec les ressources mises en œuvre dans le cadre de la prestation fournie. Lorsqu'un distributeur intègre le produit d'un promoteur dans son programme de placement, le fait de proposer ce produit ainsi que les activités menées en amont (recherche, contrôle qualité, etc.) constituent à eux seuls une prestation; or, cette prestation n'est rémunérée que si elle aboutit à des résultats concrets en termes de ventes. De même, lorsque le distributeur a vendu des produits de placement à ses clients, il n'a plus à fournir aucune prestation de marketing pour les parts vendues, mais il touche alors des commissions à ce titre. Il est ainsi rémunéré pour les produits placés et, avec la commission d'état, il est au moins dédommagé en partie pour des prestations fournies essentiellement avant la vente. Quoi qu'il en soit, les perspectives de rémunération constituent une incitation à distribuer les produits avec la plus grande efficacité possible.

Les commissions de distribution étant à la charge du promoteur des produits, elles représentent pour lui un élément de coût couvert par la commission de gestion, tout comme la direction et la gestion de portefeuille pour le patrimoine du fonds. Elles sont donc payées en réalité par les investisseurs, et leur montant est relativement substantiel: dans les fonds destinés à la clientèle privée notamment, elles représentent jusqu'à 75% de la commission de gestion, et la concurrence croissante entre promoteurs de fonds contribue à les faire grimper encore.⁵⁴

⁵⁴ Cf. Thévenoz 2007, p. 341 ss.



b) Produits structurés

En matière de produits structurés, le modèle de rémunération qui s'est établi ne diffère pas fondamentalement de celui qui prévaut en matière de fonds de placement. L'émetteur rémunère son partenaire sur sa marge brute, sous la forme de commissions de placement ou de commissions d'état. Outre la prestation de distribution, la collaboration du partenaire au lancement du produit peut également être rémunérée, sous la forme d'une commission d'arrangeur ou de structureur.

5.3.3 Distinction par rapport aux rémunérations versées par l'investisseur

Si les différentes commissions à la charge du promoteur ont été présentées séparément, elles ne sont pas pour autant sans lien avec les rémunérations versées sciemment par l'investisseur. Ce lien est évident concernant les commissions de gestion, et ce sur les différents segments: alors que la distribution de produits à la clientèle privée incombe le plus souvent au distributeur, qui intervient activement, les investisseurs institutionnels sélectionnent en général eux-mêmes leurs véhicules de placement. Dans ce cas, la prestation d'un éventuel distributeur est minimale. Sauf à lancer des fonds spéciaux destinés à des investisseurs qualifiés, les promoteurs de fonds de placement tiennent compte de cette situation en créant, pour chaque fonds, plusieurs catégories de parts répondant à des critères différents en termes de tarification, de plus-values (distribution ou thésaurisation), de placement minimum, de groupes cibles, etc. Les catégories de parts destinées aux investisseurs privés sont soumises à des commissions de gestion plus élevées, mais qui intègrent la rémunération des distributeurs. En revanche, pour les parts de fonds destinées à des investisseurs institutionnels, la rémunération des distributeurs est minime, voire inexistante, d'où des commissions de gestion moins élevées. Dans les deux cas, les revenus de la direction de fonds restent à peu près identiques. Ces structures de rémunération diversifiées se retrouvent aussi pour les fonds distribués à l'échelon international, afin de tenir compte des différents contextes réglementaires.

Encadré n° 14: influence des commissions de distribution sur le conseil en placement et/ou la décision de placement

Dans le cadre du conseil en placement ou d'un mandat de gestion de fortune, le distributeur influe sur le choix de l'investisseur quant aux fonds qu'il achète. Il existe un risque que le gérant de fortune privilégie les produits de placement qui lui rapportent le plus, et que le critère de l'optimisation pour le client passe ainsi au second plan.

S'agissant du niveau des commissions de distribution, de l'avis de la plupart des promoteurs, des normes se sont établies dans le secteur bancaire. Elles dépendent principalement de la catégorie de placement dans laquelle s'inscrit le véhicule concerné (par exemple fonds indicel, fonds en actions, fonds obligataire, fonds du marché monétaire ou produits structurés). Dans chacune de ces catégories, les commissions de distribution varient peu. Elles peuvent donc difficilement servir de critères de différenciation et, dès lors, ne sont guère susceptibles de générer un conflit d'intérêts.⁵⁵

⁵⁵ Pour une évaluation du niveau des commissions de distribution versées en Suisse, cf. paragraphe 8.1.



Il n'en va pas de même lorsqu'on considère des véhicules de placement appartenant à *différentes* catégories. La distribution de produits structurés est mieux rémunérée que la vente de fonds en actions, lesquels sont, pour les distributeurs, plus rentables que les fonds du marché monétaire. Ces derniers pourraient donc avoir tendance à privilégier les produits les plus sophistiqués. Toutefois, comme l'ont fait apparaître les études de la CFB, ce facteur est très peu sensible pour les unités d'affaires et leurs collaborateurs. D'une part, les instances décisionnaires ne connaissent pas le montant des commissions de distribution d'un produit donné et, d'autre part, ces commissions ne jouent qu'un rôle mineur dans les systèmes incitatifs internes.

On peut donc se demander si cette distorsion ne résulte pas d'autres facteurs. Selon les professionnels, on constate que les clients ont tendance à se montrer plus intéressés par les secteurs hors du commun, promettant des rendements attrayants, que par les placements plus simples, mais peu risqués et moins chers. Il est tout à fait possible que ce facteur suffise à expliquer la faveur dont jouissent les produits les plus chers *auprès des clients*. Quant aux conseillers en placement et aux gestionnaires de portefeuille, ils n'y sont pas insensibles non plus. Régulièrement informés sur de nouveaux produits, ils peuvent avoir tendance à s'intéresser davantage aux secteurs inhabituels et à les promouvoir plus volontiers. Que les gérants de fortune touchent alors des commissions de distribution confortables est la conséquence, et non la cause du choix du produit. En outre, on ne saurait exclure qu'au niveau de l'établissement dans son ensemble, les campagnes de marketing interne privilégient les produits qui génèrent les meilleures commissions de distribution. Ces facteurs incitatifs « mous » sont peu perceptibles de l'extérieur, et difficiles à gérer. Mais à moyen terme, un choix de produits non optimal se traduit par une évolution moins favorable des placements. L'investisseur doit donc suivre lui-même en permanence les résultats de ses placements, qui reflètent les performances de son gérant de fortune. Ce dernier est ainsi dans l'impossibilité de léser son client puisque, si l'évolution des placements n'est pas satisfaisante, il risque fort de le perdre.

6 Recours à des gérants de fortune indépendants

6.1 Eléments fondamentaux et intérêts en présence

En Suisse, le nombre des gérants de fortune indépendants varie entre 2 500 et 3 000 selon les estimations.⁵⁶ L'adjectif « indépendant » signifie que ces gérants de fortune ne sont pas rattachés à une banque ou à un négociant en valeurs mobilières, lesquels les qualifient aussi couramment d'« externes ». Beaucoup de gérants de fortune indépendants sont d'anciens collaborateurs de banques qui se sont mis à leur compte. Ce phénomène est apparu dès les années 1980:⁵⁷ les personnes concernées cherchaient à faire leurs preuves comme chefs d'entreprise et le passage à une activité indépendante leur semblait plus riche en termes de responsabilités. Les **gérants de fortune indépendants** considèrent qu'ils sont mieux à même de déployer leurs compétences

⁵⁶ www.gwg.admin.ch/f/dokumentationen/zahlen_und_fakten/index.php.

⁵⁷ Cf. Bassi, 10 s., et Borer-Benz, 118 s.



en toute indépendance dès lors qu'ils se libèrent des processus et des structures d'une banque. Selon eux, cette démarche leur permet de sélectionner leurs clients et d'en assurer le suivi selon leur propre vision des choses, ce qui constitue aussi un avantage pour lesdits clients.

On estime qu'en Suisse, les gérants de fortune indépendants ont entre 500 et 600 milliards de CHF d'actifs sous gestion. Ce sont des motivations très diverses qui peuvent amener un **client**, d'une part, à ne pas gérer lui-même son patrimoine et, d'autre part, à le confier à un gérant de fortune indépendant plutôt qu'à une banque.⁵⁸ Certains, par exemple, optent pour cette dernière solution parce que leur conseiller à la clientèle se met à son compte, et qu'ils souhaitent le suivre. Il arrive aussi que des clients des banques ne soient plus satisfaits, parce que leur conseiller change trop souvent ou parce qu'ils considèrent que les prestations fournies sont trop peu personnalisées.

Les gérants de fortune indépendants ne sont pas forcément des concurrents des **banques**. D'un point de vue économique, au regard du montant estimatif des actifs qu'ils gèrent, il peut être intéressant pour une banque de travailler en partenariat avec un ou plusieurs gérants de fortune indépendants.⁵⁹ Si en effet les actifs gérés par ces derniers sont déposés en compte ou conservés en dépôt auprès de la banque, celle-ci touche notamment des commissions de garde de titres et, pour chaque transaction, des courtages. Elle peut aussi bénéficier d'économies d'échelle. Enfin, si le client recourt à un gérant de fortune indépendant, les charges de personnel, de prospection, de suivi de la clientèle et d'administration de la banque diminuent d'elles-mêmes, voire disparaissent (entretiens, conseil, explications, etc.). Dans certaines banques, jusqu'à 20% des actifs en dépôt sont confiés à des gérants de fortune indépendants.

Les **gérants de fortune indépendants** emploient en moyenne quatre collaborateurs ou moins. La plupart d'entre eux ont démarré leurs activités à la fin des années 1990. Contrairement aux banques et aux négociants en valeurs mobilières, ils ne sont soumis à **aucune surveillance « prudentielle »** (et font donc l'objet d'une réglementation moins stricte), à moins qu'ils gèrent des placements collectifs suisses.⁶⁰ Un organisme d'autorégulation reconnu ou l'AdC LBA veille toutefois à ce que les obligations au titre de la loi sur le blanchiment d'argent soient respectées.⁶¹ En résumé, les gérants de fortune indépendants gèrent des actifs de tiers, conservés auprès d'une banque ou

⁵⁸ Sur ce dernier point, cf. Bassi, 10 s., et Bühler, 105 ss., 143 s. et 155 ss.

⁵⁹ Cf. Bühler, 136 ss.

⁶⁰ Selon les termes du 1^{er} rapport partiel de la Commission d'experts Zimmerli instituée par le Conseil fédéral (« Surveillance intégrée des marchés financiers », juillet 2003), le terme de « surveillance prudentielle » est « [un] terme générique [englobant] l'éventail d'instruments qui, dans un système de surveillance, doit permettre de garantir la solvabilité des institutions surveillées ainsi que la stabilité du système financier. La surveillance élargie repose alors sur deux piliers: la soumission à autorisation d'une activité déterminée et la surveillance permanente des conditions d'autorisation et autres faits soumis à réglementation » (p. 20; consultable sur www.efd.admin.ch).

⁶¹ Le 3^e rapport partiel de la Commission Zimmerli (« Extension de la surveillance prudentielle », février 2005) énumère les arguments pour et contre une surveillance (prudentielle) élargie (consultable sur www.efd.admin.ch). Cf. aussi Bassi, 17 ss., 67 ss. et 134 ss.



d'un négociant en valeurs mobilières, sur la base d'une procuration à cet effet.⁶² Il en résulte un réseau de relations triangulaires.

6.2 Relations triangulaires

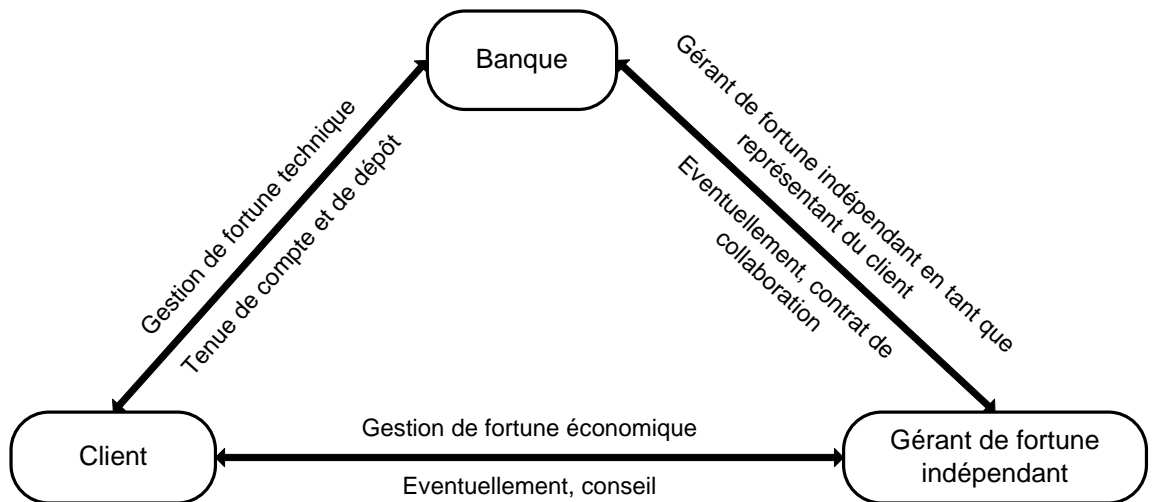
Du point de vue du client, nous l'avons dit, le point de départ est son souhait de faire gérer son patrimoine à titre professionnel, mais par un gérant de fortune indépendant plutôt que par une banque. A cet effet, le **client** noue une relation contractuelle avec le gérant de fortune indépendant qu'il a choisi: il conclut avec lui un contrat de gestion de fortune et établit une procuration qui lui donne pouvoir à l'égard des tiers. En qualité de mandataire, le gérant de fortune est alors tenu, à la demande du client, de lui rendre en tout temps compte de sa gestion et de lui restituer tout ce qu'il a reçu de ce chef. Il arrive aussi que le client sollicite son gérant de fortune pour des prestations de conseil dans d'autres domaines financiers que le placement à proprement parler, par exemple en matière de fiscalité, d'assurance ou de planification de la succession.

Le **gérant de fortune indépendant** peut gérer les actifs du client sans autorisation (sous réserve de respecter les obligations qui lui incombent en vertu de la LBA), dans la mesure où il prend des décisions de placement sur la base de la procuration qui lui a été donnée. Il assure donc la gestion « économique » du patrimoine du client, c'est-à-dire qu'il fournit les deux premiers maillons de la chaîne de création de valeur (cf. chapitre 4, introduction). La conservation, c'est-à-dire la gestion « technique » du patrimoine, est en revanche réservée aux établissements autorisés. Le client doit donc conclure un contrat de dépôt avec une banque qui soit aussi négociant en valeurs mobilières, ou avec un négociant en valeurs mobilières, et ouvrir une relation de compte pour que les transferts financiers liés aux différentes transactions puissent s'effectuer. La banque dépositaire fournit ainsi au client les troisième et quatrième maillons de la chaîne de création de valeur (cf. l'introduction du chapitre 4).

Le gérant de fortune indépendant devient l'interlocuteur de la **banque** dès que cette dernière a été informée de la procuration donnée par le client audit gérant de fortune. Il représente dès lors le client et ses intérêts. Les gérants de fortune indépendants gérant des actifs de tiers à titre professionnel, il est fréquent que d'autres clients d'un même gérant de fortune aient des comptes et des dépôts ouverts auprès de la même banque. Dans ce cas, la banque et le gérant de fortune examinent la possibilité de conclure un contrat cadre régissant certains aspects de la relation triangulaire client – gérant de fortune indépendant – banque (cf. ci-dessous).

⁶² Il arrive aussi, mais rarement, que des clients gèrent eux-mêmes leurs actifs tout en souhaitant se faire conseiller en la matière par un gérant de fortune indépendant. Ce dernier ne fournit alors pas de services de gestion, mais uniquement des prestations de conseil (cf. paragraphe 4.1.2); dans ce cas aussi, la banque tient lieu d'office de dépôt et de courtier. Afin que le gérant de fortune indépendant soit mieux à même d'assurer son rôle de conseil, le client lui confère, au moyen d'une procuration, un droit à l'information à l'égard de la banque (consultation du dépôt). Il existe aussi des personnes physiques et morales indépendantes qui se chargent d'amener régulièrement aux banques de nouveaux clients et de nouveaux apports. On les appelle « apporteurs d'affaires » ou « intermédiaires ». Les développements ci-après ne traitent que des gérants de fortune indépendants au sens strict, à l'exclusion de ces cas particuliers.

Cette relation triangulaire peut être schématisée comme suit:



6.3 Problématiques et pratique des banques et négociants en valeurs mobilières

Lorsqu'un client titulaire d'un dépôt auprès d'une banque décide de confier la gestion de ses avoirs à un gérant de fortune indépendant, il peut en résulter pour cette banque certains **risques juridiques**, mais aussi des **risques de réputation**.⁶³ Ces risques peuvent encore s'accroître si le gérant de fortune indépendant était précédemment employé par la banque concernée, et si celle-ci ne veille pas à lever toute ambiguïté.⁶⁴ Il appartient donc à la banque d'appréhender ces risques, de les limiter et de les surveiller. Elle peut recourir à cet effet soit à un système centralisé de gestion des risques, soit à un système décentralisé, soit à une combinaison des deux. Souvent, des instructions internes concernant le processus d'ouverture des relations d'affaires prescrivent de vérifier notamment, d'une part, si le gérant de fortune indépendant dispose de toutes les compétences requises et, d'autre part, s'il s'est affilié à un organisme d'autorégulation reconnu ou s'il a été autorisé directement par l'AdC LBA.

Pour régir leurs relations avec les gérants de fortune indépendants, les banques privilégient généralement le **contrat**. Il s'agit le plus souvent d'un contrat type écrit. Ces contrats varient énormément selon les banques, tant en termes de champ d'application qu'en termes de précision des stipulations. Alors que certaines banques se contentent de mentionner quelques points sur un feuillet, d'autres utilisent des contrats de plus de dix pages. Ces contrats exigent par exemple que les gérants de fortune indépendants respectent les Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières (cf. paragraphe 7.3.2) et, plus généralement, qu'ils connaissent les prescriptions applicables, notamment en matière de blanchiment d'argent. Dans certains cas, les gérants de fortune

⁶³ Cf. Bretton-Chevallier, 211 ss., Bühner, 140 ss., et Crespi-Hohl, 22 ss.

⁶⁴ Dans ce cas, la banque a l'obligation de faire en sorte que les clients ne puissent être induits en erreur et, notamment, que ses anciens collaborateurs exercent leur nouvelle activité et reçoivent leur clientèle dans des locaux totalement indépendants (Bulletin CFB 14 p. 8 s.).



indépendants ont l'obligation d'informer leurs clients sur les risques liés à la stratégie de placement appliquée et aux instruments financiers utilisés. Souvent aussi, ils sont tenus de spécifier aux clients qu'ils sont indépendants, mais la banque exige parfois en parallèle qu'ils informent leurs clients de leur collaboration avec elle. Enfin, les contrats règlent selon les cas des questions aussi diverses que le courrier, l'enregistrement des conversations téléphoniques, l'exécution des ordres (ordres globaux, ordres directs, etc.), l'accès du gérant de fortune indépendant aux résultats des études et analyses de la banque, la confidentialité, la gestion des avoirs en déshérence, ou encore les droits d'information et de consultation de la banque à l'égard du gérant de fortune indépendant.⁶⁵

Dans le cadre d'une collaboration contractuelle, les banques versent fréquemment des **commissions** aux gérants de fortune indépendants, au titre de l'apport de clientèle ou d'argent frais. Ces commissions peuvent être uniques (versées au bout d'un certain temps⁶⁶) ou récurrentes (par exemple annuelles). Le taux usuel varie entre 0,1% et 0,5% des montants concernés. Selon le nombre de clients et le volume des avoirs confiés à la banque, le gérant de fortune indépendant peut en outre être assimilé à un gros client ou un grossiste. Lui ou ses clients bénéficient alors de rabais de quantité sous la forme de taux de frais réduits. Enfin, comme indiqué plus haut, il arrive que le gérant de fortune indépendant assume des prestations qui, sinon, reviendraient à la banque. Le cas échéant, il est partiellement indemnisé par cette dernière, sous la forme de rétrocessions d'une partie des revenus qu'elle encaisse (commissions de dépôt, opérations sur titres, intérêts hypothécaires, etc.). S'agissant des opérations sur titres, le gérant de fortune indépendant touche entre 20% et 50% des recettes de la banque. Afin qu'il se familiarise avec ses produits, celle-ci lui remet en outre du matériel promotionnel. Enfin, il dispose des résultats des études et analyses de la banque et, dans certains cas, il a accès à des prestations de conseil fiscal et juridique.⁶⁷

Encadré n° 15: conflits d'intérêts dans le modèle d'affaires des gérants de fortune indépendants

Selon les gérants de fortune indépendants eux-mêmes, leur modèle d'affaires met au premier plan la relation personnelle entre le client et son conseiller. Sur la base d'une relation durable, le client est à même de viser le rendement à long terme et, en contrepartie, il est prêt à accepter des résultats insatisfaisants dans l'immédiat. Le client n'étant donc guère vigilant à court terme, un gérant de fortune indépendant pourrait être tenté de ne pas optimiser ses prestations et de tabler sur le fait que, même si les chiffres sont mauvais, ses explications ne seront pas remises en question. Si en outre la banque qui tient le compte et le dépôt lui verse des commissions de transaction, il

⁶⁵ Les banques étant autorisées à déléguer l'identification du client et de l'ayant droit économique sur les avoirs en dépôt ou en compte, il est en outre judicieux de faire usage de cette possibilité et de confier ces tâches au gérant de fortune indépendant, puisque le client de la banque est aussi son client. Dans cette hypothèse, un contrat est impératif et la banque doit contrôler si les devoirs de diligence résultant de la législation sur le blanchiment d'argent ont bien été respectés.

⁶⁶ De quelques mois à deux, voire trois ans.

⁶⁷ Sur les « facteurs d'une collaboration réussie avec des gérants de fortune indépendants » du point de vue de la banque, cf. Bühner, 144 ss.



existe théoriquement le risque qu'il cherche à accroître ses revenus au détriment du client, en passant davantage d'ordres que ne l'exigerait la stratégie de placement appliquée.⁶⁸

On peut se demander dans quelle mesure ce conflit d'intérêts théorique a une réalité pratique. En raison de sa position sur le marché, un gérant de fortune indépendant qui entend développer ses affaires n'a aujourd'hui que peu de latitude. Il a donc d'autant plus intérêt à fournir des prestations optimales à ses clients, ceci afin de les fidéliser. Quant au client, il lui appartient d'évaluer les informations mises à sa disposition et, le cas échéant, de poser des questions. Pour qu'il puisse agir ainsi, cela présuppose que le client ait obtenu ces informations. Le gérant de fortune indépendant doit donc être tenu de rendre compte au client, et ce dernier doit avoir le droit d'exiger des informations complémentaires.

La loi prévoit ces deux aspects, en imposant au gérant de fortune indépendant une obligation de rendre compte. Celle-ci est stipulée dans les contrats qui le lient à ses clients. La pratique montre que le *reporting* des gérants de fortune indépendants est aujourd'hui tout à fait comparable à celui des grands prestataires. S'y ajoutent des mesures prises par les banques. Dans leurs contrats de collaboration avec les gérants de fortune indépendants, elles exigent souvent que ceux-ci informent leurs clients de l'*existence* de rétrocessions et autres formes de rémunération, et ce dans le contrat de gestion de fortune. De la même façon, elles exigent que tout gérant de fortune indépendant souhaitant conserver des commissions (notamment des rétrocessions) qu'il a l'obligation de remettre au client obtienne de celui-ci une renonciation expresse auxdites commissions.⁶⁹ En outre, les banques informent le client du versement de rétrocessions, ainsi que des risques y afférents, dans le formulaire de procuration par lequel le client donne pouvoir au gérant de fortune indépendant à l'égard de la banque. Certaines banques demandent donc parfois la preuve que le gérant de fortune a bien respecté ses obligations en la matière à l'égard du client. D'autres se réservent le droit, dans leurs contrats de collaboration avec les gérants de fortune indépendants, d'informer elles-mêmes les clients sur les montants *effectivement versés* à titre de commissions. Les banques adoptent donc des positions variées: certaines n'entendent intervenir qu'exceptionnellement dans le partage des responsabilités établi par le client et dans la relation de confiance entre celui-ci et son gérant de fortune indépendant, tandis que d'autres ont pour politique de donner suite systématiquement à toute demande de renseignements du client.⁷⁰

⁶⁸ Cf. Bretton-Chevallier, 145 ss., et Bühler, 58 ss. Par « *churning* » (« barattage financier »), on entend la multiplication induite des opérations pour accroître les courtages (cf. Rapport de gestion CFB 2007 p. 86 s.). Lorsqu'un prestataire encaisse une commission sur chaque opération, il a tendance à en exécuter davantage que ne l'exigerait la stratégie de placement suivie, puisqu'il encaisse alors des courtages supplémentaires.

⁶⁹ Certaines de ces commissions figurent d'ailleurs sur les décomptes que les banques font parvenir aux clients.

⁷⁰ Cf. à cet égard l'arrêt du Tribunal de commerce de Zurich (*Handelsgericht Zürich*) du 26 juin 2007, in: *Blätter für Zürcherische Rechtsprechung* 2008 n° 35.



7 Cadre juridique

7.1 Objet

Nous donnons ci-après un aperçu des différentes réglementations en vigueur, sans entrer dans le détail des positions doctrinales y relatives. Au regard de la mission et du statut de la CFB en qualité d'autorité de surveillance en matière bancaire et boursière ainsi qu'en matière de négoce de valeurs mobilières et de placements collectifs, nous nous pencherons plus particulièrement sur le droit de la surveillance en vigueur, y compris l'autorégulation (paragraphe 7.3). La distribution de produits d'assurance est exclue de notre champ d'investigation. Les aspects de droit civil seront abordés car, dans la matière qui nous préoccupe, il existe des liens étroits entre droit de la surveillance et droit civil (paragraphe 7.2). Accessoirement, nous examinerons aussi le cadre juridique prévu en Allemagne et dans l'Union européenne, puisqu'il y est souvent fait référence en Suisse que ce soit à titre comparatif ou, lors de discussions, à titre exemplatif (paragraphe 7.4 et 7.5). Les problématiques touchant au droit pénal, au droit de la concurrence et aux autres domaines juridiques seront laissées de côté.

7.2 Droit civil

Les contrats de gestion de fortune et de conseil (cf. paragraphe 4.1) relèvent fréquemment du droit du mandat. S'agissant de relations *execution only*, il convient de vérifier au cas par cas s'il est fait référence au contrat de commission, et dès lors les règles du mandat sont applicables (art. 425 al. 2 CO), ou si certaines transactions relèvent du droit commercial plutôt que du droit du mandat. Les opérations sur produits structurés, par exemple, relèvent souvent du droit commercial. En matière de souscription de parts de fonds, il convient en outre de tenir compte du droit privé spécial résultant de la législation sur les placements collectifs (cf. paragraphe 7.3.1).

En **droit du mandat**, en vertu de l'art. 400 CO, le mandataire (par exemple la banque en qualité de gérant de fortune) est tenu, à la demande du mandant, de lui rendre en tout temps compte de sa gestion et de lui restituer tout ce qu'il a reçu de ce chef, à quelque titre que ce soit.

Dans un arrêt de mars 2006 portant sur un mandat de gestion de fortune, le Tribunal fédéral a précisé ce qui suit concernant cette disposition:⁷¹

- Un gérant de fortune est tenu de restituer ou de remettre les commissions qui lui sont versées parce que, dans le cadre du mandat, il effectue ou fait effectuer certains actes de gestion; les commissions résultent de la gestion du patrimoine. La remise de ces commissions est justifiée car à défaut, le mandataire percevrait en fin de compte une rémunération (supplémentaire) au titre de son activité de gérant de fortune.

⁷¹ ATF 132 III 460 consid. 4 et 5 (en allemand seulement; les citations sont traduites par nous).



- S'il existe une obligation de remise, le client du gérant de fortune peut, en qualité de mandant, renoncer « à la remise de certaines commissions, y compris futures ». A cet égard, il est exigé que le mandant soit « informé de manière exhaustive et sincère » sur les commissions potentielles (soumises à l'obligation de remise) et que sa volonté de renoncer à leur remise ressorte clairement de la convention.
- Ne sont d'office pas soumises à l'obligation de remise les commissions que le mandataire perçoit de tiers uniquement à l'occasion de l'exécution du mandat, sans qu'il y ait de lien intrinsèque avec le mandat qui lui a été octroyé. Ceci vaut pour toutes les commissions qui ne sont pas dues « dans le cadre de la gestion de fortune ». Au regard de l'argumentation développée par le Tribunal fédéral concernant l'obligation de remise, le mandataire peut donc se faire rémunérer pour des prestations fournies à un tiers, pour autant qu'il ne soit pas déjà rémunéré par son client pour ces prestations (et qu'il ne les lui doive pas). En effet, ceci n'accroît pas la rémunération du mandataire *en qualité de gérant de fortune*. Au contraire, il serait rémunéré d'une part par son client au titre des services de gérant de fortune rendus à celui-ci, et d'autre part par un tiers au titre d'autres prestations fournies à ce tiers (par exemple, en vertu de l'art. 394 al. 3 CO, sur la base d'un autre mandat éventuellement antérieur). Dès lors, le principe est préservé selon lequel un mandataire ne doit « ni gagner ni perdre du fait du mandat [concerné], sauf à percevoir d'éventuels honoraires [du mandat] ». ⁷²

La portée exacte de cet arrêt du Tribunal fédéral fait largement **débat** parmi les juristes. Jusqu'ici, seule fait l'unanimité la phrase du Tribunal fédéral selon laquelle on ne saurait « présumer habituelle la renonciation pure et simple d'un mandat à ce que le mandataire lui rende compte ». Dans son ensemble, l'arrêt a été approuvé pour ce qui concerne le cas d'espèce. Des voix discordantes se font toutefois faire entendre, en premier lieu, sur la question de savoir à quels autres cas cette jurisprudence s'applique dans le domaine de la distribution de produits financiers. On se demande donc quelles commissions, au titre de quelles prestations, sont ou non soumises à l'obligation de remise. ⁷³ Les avis divergent également quant au traitement des transferts intragroupes. ⁷⁴ Outre les divergences concernant les commissions soumises à l'obligation de remise, la doctrine n'est pas d'accord non plus sur les conditions dans lesquelles le mandant renonce valablement à ce que le mandataire lui remette les commissions et lui rende compte. ⁷⁵ Enfin, la question des éventuelles obligations des banques à l'égard des clients en cas de recours à un gérant de fortune indépendant fait également débat. ⁷⁶

⁷² Pour le reste, la question de l'obligation de remise est indépendante d'autres devoirs résultant du droit du mandat, comme notamment les devoirs de diligence et de loyauté, ainsi que d'éventuels conflits d'intérêts (cf. ATF 4C.125/2002 du 27 septembre 2002, consid. 3).

⁷³ Cf. p. ex. Abegglen 2007a; Emmenegger 2007; Nobel/Stirnimann; Roth. Nous renvoyons également à la circulaire 22/06 de la SFA du 5 décembre 2006.

⁷⁴ Cf. p. ex. Emmenegger 2007; Hsu; Nobel/Stirnimann; Wohlmann.

⁷⁵ Cf. p. ex. Abegglen 2007b; Hsu; Lombardini/Macaluso; Roth.

⁷⁶ Cf. note 73.



La CFB n'entend pas intervenir dans cette querelle doctrinale portant sur des questions d'interprétation. Elle se permet toutefois de souligner que, dans les publications y afférentes, les **conséquences** liées aux différentes positions ne sont que rarement examinées en détail: si par exemple un client souscrit des parts de fonds auprès d'une banque, et si cette dernière doit lui remettre les commissions qu'une direction de fonds lui a versées au titre de prestations de distribution indépendantes, les parts de fonds lui reviendront moins cher que s'il les souscrit directement auprès de la direction de fonds. Par ailleurs, dans un tel système, c'est auprès des deux grandes banques que le client pourrait souscrire des parts de fonds aux conditions les plus avantageuses, puisqu'en raison de l'effet de groupe, ces établissements sont généralement en mesure de négocier les commissions de distribution à un taux plus élevé que les autres banques. Le client aurait donc intérêt à s'adresser à l'une des deux grandes banques: du point de vue de la CFB, il en résulterait un handicap concurrentiel illicite pour les autres banques. Dès lors, celles-ci renonceraient sans doute à acheter des fonds de tiers (afin d'éviter les coûts y relatifs) et ne proposeraient plus que leurs propres produits à leurs clients. Ce serait la fin de l'« architecture ouverte » (cf. paragraphe 4.3.2 let. c)). Dans le cas contraire, il faudrait se demander qui doit supporter ces coûts.⁷⁷

Juridiquement, en matière de fonds, il convient d'évoquer le droit privé spécial résultant de la législation sur les placements collectifs. Celui-ci part du principe qu'il y a des coûts de distribution et qu'ils peuvent être imputés au patrimoine du fonds. Il est également autorisé d'externaliser tout ou partie de la distribution (cf. paragraphes 7.3.1 et 8.4). Quiconque adopte par ailleurs une interprétation large de l'obligation de remise à l'égard des clients doit le faire aussi à l'égard d'autres mandants. En conséquence, la banque devrait, d'une part, remettre au client les honoraires perçus au titre de sa prestation de distribution et, d'autre part, remettre le cas échéant à une direction de fonds externe les honoraires versés par le client (car la banque et la direction de fonds aussi sont souvent liées par un mandat). La banque fournirait donc des prestations au client et à la direction de fonds sans percevoir en fin de compte la moindre rémunération. Il apparaît aussi problématique d'adhérer à l'idée que les banques doivent se faire rémunérer par les seuls clients lorsqu'elles fournissent des prestations dont ils ne tirent aucun avantage, ou seulement un avantage marginal (par exemple, lorsqu'elles exploitent et gèrent une plate-forme de distribution pour fonds de tiers).

Diverses banques ont **réagi** à l'arrêt du Tribunal fédéral et modifié les contrats qui les lient aux clients et aux gérants de fortune indépendants. S'agissant des *clients* et des commissions perçues par les banques, la situation est globalement la suivante:

- En règle générale, les conditions générales de vente et autres documents contractuels (notamment le contrat de gestion de fortune) informent les clients que la banque a perçu des commissions.
- Certaines banques stipulent dans ces contrats qu'il peut en résulter des conflits d'intérêts, dont il est tenu compte dans la préservation des intérêts du client.

⁷⁷ Cf. note 116.



- S'agissant du montant de ces commissions, certaines banques en informent leurs clients au moyen de notices séparées, dont certaines sont publiées sur Internet. Le plus souvent, ces notices indiquent les bases de calcul et donnent des fourchettes par catégorie de produits financiers avec, dans certains cas, des explications. D'autres banques proposent de communiquer des informations complémentaires sur demande.
- En règle générale, le client doit renoncer à ce que le gérant de fortune lui remette ses commissions et lui rende compte, pour autant que lesdites commissions soient soumises à l'obligation de remise.

S'agissant des gérants de fortune indépendants, nous renvoyons aux développements en fin de chapitre 6 (cf. encadré sous paragraphe 6.3).

7.3 Droit de la surveillance et autorégulation

Si la loi sur les banques prévoit des règles de conduite, celles-ci ne concernent explicitement que certains contrats de nantissement. Dans la pratique de la CFB, l'exigence de la garantie d'une activité irréprochable a donné lieu notamment à deux devoirs: un devoir de loyauté et un devoir d'information. Mais la loi sur les bourses et celle sur les placements collectifs de capitaux prévoient expressément certaines règles de conduite que l'autorégulation concrétise en partie, y compris en matière de distribution.⁷⁸

7.3.1 Loi sur les placements collectifs de capitaux et autorégulation

Les règles les plus détaillées figurent dans la LPCC, la dernière loi entrée en vigueur en matière de surveillance, ainsi que dans l'ordonnance y afférente. En vertu de l'art. 20 LPCC, les titulaires d'une autorisation et leurs mandataires doivent agir de manière indépendante et exclusivement dans l'intérêt des investisseurs (devoir de fidélité).⁷⁹ Le devoir d'information suppose qu'ils publient tous les coûts liés à la gestion d'un place-

⁷⁸ Les réglementations et autorégulations citées ci-après figurent pour la plupart dans le recueil de textes de Thévenoz/Zulauf. Des règles de conduite existent aussi dans *d'autres domaines*. Par exemple, les art. 5 et 22 de la loi fédérale du 15 décembre 2000 sur les médicaments et les dispositifs médicaux (loi sur les produits thérapeutiques; LPTh) prévoient un devoir de diligence pour quiconque effectue une opération en rapport avec des produits thérapeutiques, de façon générale et en particulier lors de l'exportation. En vertu de l'art. 33 al. 2 LPTh, il est interdit aux médecins et aux pharmaciens qui prescrivent ou remettent des médicaments « de solliciter ou d'accepter des avantages matériels ». Si l'al. 3 prévoit des exceptions, il n'y a pas dans ce cas d'obligation de remise (cf. art. 56 al. 3 et 4 de la loi fédérale du 18 mars 1994 sur l'assurance-maladie [LAMal]). En outre, en vertu de l'art. 40 let. e de la loi fédérale du 23 juin 2006 sur les professions médicales universitaires (loi sur les professions médicales; LPMéd), les médecins et les pharmaciens indépendants doivent « défendre, dans leur collaboration avec d'autres professions de la santé, exclusivement les intérêts des patients indépendamment des avantages financiers ».

⁷⁹ En vertu des Règles de conduite de la SFA pour l'industrie suisse des fonds (2000), reconnues comme standard minimal par la CFB, les directions de fonds doivent notamment refuser toute incitation financière à adopter des modes de conduite susceptibles de léser les intérêts des investisseurs (p. ex. paiements de bonus en fonction du volume des transactions boursières effectuées).



ment collectif, notamment en fournissant le *Total Expense Ratio* (TER).⁸⁰ En outre, lors de l'acquisition ou de l'aliénation d'avoirs ou de droits, les titulaires d'une autorisation et leurs mandataires ne peuvent recevoir, pour leur compte ou pour celui de tiers, que les rétributions prévues dans les documents (par exemple dans le contrat de fonds). Les « rétrocessions et autres avantages » doivent être crédités au placement collectif. S'agissant de la distribution, les titulaires d'une autorisation doivent prendre les mesures nécessaires pour assurer une acquisition sérieuse et un conseil objectif des clients.

En matière de fonds de placement, la **direction de fonds** doit donner dans le contrat de fonds, notamment, des indications sur les commissions d'émission et de rachat, ainsi que sur les commissions de gestion (cf. paragraphe 5.2.1). Ces rémunérations doivent être ventilées selon des critères objectifs et publiées dans le prospectus, lequel fait partie intégrante du contrat de placement collectif (ainsi que dans le prospectus simplifié). C'est sur cette base qu'a lieu la souscription de l'investisseur. Le prospectus et le prospectus simplifié doivent également faire état de l'utilisation escomptée de la commission de gestion, articulée selon les trois éléments Direction, *Asset Management* et Commercialisation. La Directive de la SFA concernant la transparence dans les commissions de gestion (2005), reconnue comme standard minimal par la CFB, précise à quels partenaires de distribution des commissions d'état peuvent être versées, tout en stipulant que ces informations doivent figurer dans le prospectus. Il en va de même des rétrocessions à certains investisseurs institutionnels. S'agissant des fonds ouverts au public, la Directive prévoit que la direction de fonds doit publier dans le prospectus l'utilisation prévue et le taux de la commission de gestion, articulée selon les trois éléments Direction, *Asset Management* et Commercialisation. Cette disposition concernant la ventilation quantitative des commissions de gestion n'est toutefois pas encore appliquée. Son entrée en vigueur a été différée à la demande de la SFA, car elle entravait la distribution transfrontalière de fonds de placement en Europe et constituait par là même un handicap concurrentiel.

S'agissant de la **distribution**, les Règles de conduite de la SFA pour l'industrie suisse des fonds (2000), reconnues comme standard minimal par la CFB, obligent les directions de fonds à n'appliquer envers les distributeurs que des systèmes de rémunération encourageant un conseil irréprochable à la clientèle et l'entretien de relations à long terme. En vertu des Directives de la SFA pour la distribution de placements collectifs de capitaux (2008), également reconnues comme standard minimal par la CFB, les distributeurs doivent quant à eux s'abstenir de toute pratique agressive. Ils doivent veiller exclusivement aux intérêts des investisseurs et informer objectivement ces derniers, notamment, sur les coûts des fonds de placement proposés. Enfin, il leur est interdit de faire des recommandations susceptibles de conduire les investisseurs à remanier de façon disproportionnée leurs dépôts de titres.

⁸⁰ Cf. à cet égard les Directives de la SFA concernant la transparence dans les commissions de gestion (2005), le calcul et la publication de la performance des placements collectifs de capitaux (2008) ainsi que le calcul et la publication du TER et du PTR des placements collectifs de capitaux (2008), toutes reconnues comme standards minimaux par la CFB.



7.3.2 Loi sur les bourses et autorégulation

L'art. 11 LBVM prévoit lui aussi un devoir d'information, un devoir de diligence et un devoir de loyauté. En vertu du devoir d'information, les négociants en valeurs mobilières doivent en particulier informer leurs clients sur les risques liés à un type de transactions donné. En vertu du devoir de diligence, ils assurent la meilleure exécution possible des ordres des clients et s'appliquent à ce que ces derniers puissent la retracer. En vertu du devoir de loyauté, ils veillent à ce que les clients ne soient pas lésés en raison d'éventuels conflits d'intérêts et à ce que leurs intérêts soient dûment préservés. Dans l'accomplissement de ces devoirs, ils doivent tenir compte de l'expérience des clients et de l'état de leurs connaissances dans les domaines concernés. Ces prescriptions légales sont concrétisées par les Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières de l'ASB (1997), qui ont été reconnues comme standard minimal par la CFB. Dans le cadre du devoir de loyauté, elles prévoient un système en cascade pour gérer les situations de conflit d'intérêts. En premier lieu, les négociants en valeurs mobilières doivent prendre des **mesures d'organisation** appropriées en vue d'éviter les conflits d'intérêts, par exemple la séparation fonctionnelle ou la limitation du flux d'informations. S'agissant des commissions de distribution, il est prévu que, dans certains cas, elles ne soient pas prises en compte pour l'évaluation des prestations des collaborateurs (par exemple en matière de gestion de portefeuille et d'achat de produits; cf. paragraphe 4.3.2 let. a) et c)) ou, dès lors qu'elles sont prises en compte, que les personnes concernées ne connaissent pas et ne puissent déterminer, avant ou pendant une transaction, leur montant ou leur clé de répartition (par exemple en matière de conseil; cf. paragraphe 4.3.1 let. a)).

A défaut de mesures d'organisation, des **règles de conduite** doivent empêcher toute atteinte aux intérêts des clients.⁸¹ Dans les cas exceptionnels où une atteinte aux intérêts du client ne peut être évitée en raison d'une situation de conflit d'intérêts, le négociant en valeurs mobilières doit l'indiquer au client de manière appropriée. Il ne peut alors intervenir que lorsque le client lui a donné son accord en toute connaissance de cause. Parmi les instructions sur la conduite à adopter, les Règles de conduite de l'ASB prévoient que les clients doivent être traités de manière équitable et égale et elles interdisent certains comportements (*front running* et coupes de cours). De nouvelles prescriptions figurent désormais aussi dans la circulaire 08/1 de la CFB, « Règles de conduite sur le marché concernant le négoce de valeurs mobilières ». Il s'agit notamment de prescriptions organisationnelles et d'instructions sur la conduite à adopter pour mettre en pratique le principe de bonne foi (interdiction des coupes de cours, du *front / parallel / after running*, etc.).⁸²

7.3.3 Autorégulation des gérants de fortune indépendants

L'ASG est la principale association professionnelle des gérants de fortune indépendants, lesquels, hormis les prescriptions de la LBA, ne sont soumis à aucune surveillance. Dans les années 1990, l'ASG a édicté à l'intention de ses membres un Code de

⁸¹ Les instructions valablement données à cet égard ne s'appliquent cependant pas à titre subsidiaire, elles doivent être suivies en tout temps.

⁸² Concernant le « barattage financier » (*churning*), cf. note 68.



conduite relatif à l'exercice de la profession de gérant de fortune indépendant. Celui-ci prévoit, dans les dispositions d'exécution relatives à l'art. 10, que « dans la mesure où [un] membre perçoit dans le contexte de la gestion ou du placement de valeurs patrimoniales du client des commissions, des rétrocessions, des bonifications ou d'autres prestations de la part de tiers, le contrat de gestion écrit doit contenir des dispositions relatives au bénéficiaire de ces prestations et des dispositions relatives aux obligations de reddition de compte sur ces prestations de la part du membre ». ⁸³ Le Code de conduite de l'ASG est actuellement en cours de révision.

7.3.4 Droit des investisseurs institutionnels

Les fonds de placement, ainsi que les assurances privées et les institutions de prévoyance dans le domaine des assurances sociales (« caisses de pension »), sont des investisseurs institutionnels qui constituent une clientèle importante pour les banques. Les assurances privées et les institutions de prévoyance font l'objet d'une surveillance spécifique, notamment quant aux fonds propres et au financement. ⁸⁴ Les caisses de pension sont soumises en outre à des règles spéciales concernant les conflits d'intérêts et les avantages patrimoniaux. Ainsi, les personnes et les institutions qui gèrent et administrent la fortune de prévoyance doivent déclarer si elles ont reçu des avantages patrimoniaux personnels « en rapport avec l'exercice de leur activité pour l'institution de prévoyance » et, le cas échéant, préciser lesquels. ⁸⁵ D'autres règles de comportement applicables à la gestion des caisses de pension doivent entrer en vigueur dans le cadre de la réforme structurelle de la prévoyance professionnelle, notamment la règle selon laquelle certains avantages patrimoniaux des responsables de caisses de pension doivent aller obligatoirement à l'institution de prévoyance. A la suite de l'arrêt du Tribunal fédéral de mars 2006, l'OFAS a demandé aux institutions de prévoyance qu'un contrat écrit soit établi avec la banque en cas de « rétrocessions » soumises à l'obligation de remise de la part de la banque, et qu'il ne soit renoncé à ladite remise qu'après reddition des comptes. En cas de renonciation, les montants concernés doivent être indiqués dans l'annexe aux comptes annuels. ⁸⁶

7.4 Droit allemand

Le *Bundesgerichtshof* statuant en matière civile a jugé en décembre 2000 qu'une banque avait un **devoir d'information** précontractuel envers son client dès lors qu'elle avait convenu avec un gérant de fortune indépendant de lui rétrocéder une partie des commissions et commissions de dépôt qu'elle serait amenée à percevoir de son client. ⁸⁷ En d'autres termes, dès lors que la banque a conclu un tel accord avec un gérant de fortune indépendant, elle doit en informer préalablement tout client qui lui est apporté par ledit gérant de fortune indépendant, ceci afin que le client soit à même de

⁸³ Code de conduite de l'ASG relatif à l'exercice de la profession de gérant indépendant, 26 mars 1999.

⁸⁴ S'agissant des fonds de placement, cf. paragraphe 7.3.1.

⁸⁵ Art. 48f s. de l'ordonnance du 18 avril 1984 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP2).

⁸⁶ Circulaire de l'OFAS du 1^{er} novembre 2007.

⁸⁷ BGHZ 146, 235.



déceler d'éventuels risques de conflit d'intérêts. A défaut, la banque peut être tenue d'indemniser le client en cas de pertes subies par celui-ci du fait des transactions effectuées par le gérant de fortune indépendant.

En décembre 2006, un jugement similaire a été rendu à l'encontre d'une autre banque, à la différence que celle-ci n'avait pas effectué des paiements mais perçu des versements de la part de la direction de fonds interne au groupe. Le *Bundesgerichtshof* a jugé qu'une banque qui recommande des parts de fonds doit informer le client que la société de fonds lui rétrocède une partie des majorations d'émission et des frais de gestion et, le cas échéant, en préciser le montant. Le critère faisant naître l'obligation est que les rétrocessions sont proportionnelles au chiffre d'affaires. Le tribunal a justifié sa décision au motif que ceci était nécessaire pour informer le client d'un conflit d'intérêts existant au niveau de la banque.⁸⁸ L'arrêt ne donne pas de plus amples détails sur le conflit d'intérêts « existant ». En particulier, il ne dit pas dans quelle mesure les « rétrocessions » litigieuses influaient ou auraient pu influencer sur l'activité du conseiller à la clientèle concerné (cf. paragraphe 4.3.1 let. a)), ni comment cela pouvait être imputé à la banque. Dans le même temps, le tribunal a jugé qu'une banque pouvait favoriser des fonds internes au groupe, même s'ils étaient moins bons que des fonds de tiers, et ce sans avoir à en informer le client. Cet arrêt a été diversement apprécié par la doctrine.⁸⁹

En l'absence de décisions de l'instance judiciaire suprême, la question d'une **obligation de restitution** est elle aussi controversée.⁹⁰ S'agissant de la gestion des **conflits d'intérêts**, l'Allemagne a mis en place un système de surveillance en cascade analogue à celui de la Suisse (cf. paragraphe 7.3.2).

7.5 Droit européen – MiFID

L'art. 18 de la MiFID prévoit lui aussi, pour la gestion des **conflits d'intérêts**, un système en cascade sur le modèle de l'art. 11 LBVM. La directive européenne définit en outre des **règles de conduite** pour la fourniture de services d'investissement à des clients. En vertu de l'art. 19 de la MiFID, les entreprises d'investissement doivent agir « d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients ». Cette obligation est détaillée dans une directive d'exécution et vaut aussi pour les services auxiliaires, notamment la conservation et la gestion d'instruments financiers ainsi que l'analyse financière.⁹¹

L'art. 26 de la directive d'exécution susmentionnée stipule ainsi, s'agissant des **avantages**, que les entreprises d'investissement ne doivent pas verser ou percevoir une rémunération ou commission ou fournir ou recevoir un avantage non monétaire, sauf:

- s'ils sont donnés au client,

⁸⁸ BGHZ 170, 226.

⁸⁹ Cf. Mülberty, 187.

⁹⁰ Pour des développements détaillés, cf. Mülberty, 192 ss.

⁹¹ Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006.



- s'ils font l'objet d'une information, permettent d'améliorer la qualité du service fourni au client et ne nuisent pas à l'obligation de l'entreprise d'agir au mieux des intérêts du client, ou
- s'ils sont nécessaires à la prestation et ne peuvent occasionner de conflits d'intérêts.

Le montant des avantages doit être communiqué au client. Si ce n'est pas possible, la méthode de calcul doit lui être clairement expliquée au préalable.

La MiFID constitue une harmonisation de l'ensemble des prescriptions existantes en matière de titres au sein de l'UE et de l'EEE. En vertu de l'art. 31 (Liberté de prestation des services et d'exercice des activités d'investissement) et de l'art. 32 (Etablissement d'une succursale) de la MiFID, ainsi que de l'art. 4 de la directive d'exécution, toute obligation supplémentaire imposée par un Etat membre enfreint la MiFID. Ceci est de portée générale et s'applique donc aux prescriptions nationales de droit civil comme de droit de la surveillance, en raison notamment du fait que les limites supérieures tracées par les actes juridiques MiFID entendent s'appliquer aussi au droit civil.⁹²

S'agissant des prestations de services **transfrontalières** et de l'activité des succursales d'établissements étrangers, les Etats membres de l'UE n'ont aucune possibilité de prévoir une réglementation plus stricte. Les règles de transposition nationales peuvent aussi s'appliquer aux relations d'affaires transfrontalières entre banques suisses et clients de l'UE. En vertu de l'art. 5 ch. 1 de la Convention de Lugano, en matière contractuelle, les actions en justice peuvent être ouvertes au lieu où l'obligation litigieuse de base doit ou aurait dû être exécutée. Le demandeur n'est donc pas exclusivement tenu d'ouvrir action au for du domicile du défendeur mais peut également choisir le for du lieu de l'exécution et de ce fait, le cas échéant, agir dans un autre Etat membre que celui du domicile du défendeur. S'il a qualité de consommateur, le client peut en outre, en application de l'art. 14 de la Convention de Lugano, attirer le prestataire financier concerné devant le tribunal de son propre lieu de domicile.⁹³ En revanche, le prestataire financier ne peut quant à lui actionner le consommateur qu'au domicile de ce dernier. On notera que, en vertu de l'art. 15 de la Convention de Lugano, le consommateur ne peut renoncer à l'avance au for de son lieu de domicile. Aussi, dès l'instant où la Convention de Lugano est applicable, banque ou gérant de fortune indépendant peuvent être actionnés au for du domicile de leur client, ceci même si les conditions générales du contrat en conviennent autrement.⁹⁴ Une jurisprudence a été rendue dans ce sens en Allemagne.⁹⁵

⁹² Cf. Mülbart, 183 ss.

⁹³ Pour une définition du « consommateur » au sens de la Convention de Lugano, cf. l'art. 13 de cette Convention.

⁹⁴ Cf. Walter, 104 ss.

⁹⁵ Arrêt 8 U 328/07 du *Oberlandesgericht Dresden*, 20 juin 2007. A la connaissance de la CFB, cet arrêt n'est pas encore définitif.



8 Mesures à prendre et approches en matière de droit de la surveillance

8.1 Bilan: des conflits potentiels inévitables lors de la distribution de produits financiers

Les banques, les gérants de fortune et les promoteurs de produits financiers ont des rôles divers selon qu'ils sont en relation avec leurs clients, leurs partenaires commerciaux ou leurs propriétaires. Dès lors, dans le cadre de leurs activités commerciales (cf. encadré en tête du chapitre 4) et y compris dans le modèle actuellement dominant en matière de distribution de produits financiers (cf. par exemple paragraphe 5.3.2, let. a)), les **conflits d'intérêts potentiels** sont multiples: c'est en effet l'offre des produits par les promoteurs et les distributeurs qui domine (*pushing*), la demande à l'initiative des clients (*pulling*) n'étant que marginale.⁹⁶ Ces conflits potentiels sont encore aiguisés par un modèle de rémunération où, en pratique, prestation et paiement ne sont qu'indirectement liés. Cet écart entre la prestation et sa rémunération se retrouve à plusieurs niveaux. Le conseil en placement, qui est une prestation onéreuse, n'est rémunéré qu'indirectement par le biais de courtages et de commissions, lesquels constituent des conséquences indirectes du résultat de la prestation. Les commissions de distribution sont versées pour des produits déjà distribués, mais aussi pour des mandats en cours, de sorte qu'elles rémunèrent pour partie des prestations futures.

En outre, entre les promoteurs de produits ou les prestataires de services financiers d'une part et les clients d'autre part, les **niveaux d'information** sont **inégaux** (répartition asymétrique des informations). Par exemple, le prestataire connaît généralement mieux que le client ses compétences et ses produits. En revanche, le client en sait plus que lui sur l'arrière-plan économique des avoirs qu'il apporte. De même, au départ, la banque n'est pas en mesure d'évaluer si son client ne rompra pas à brève échéance la relation d'affaires tout en conservant la stratégie de placement élaborée pour lui – mais sans verser la moindre rémunération à ce titre (ni d'ailleurs au titre des autres coûts supportés par la banque à l'ouverture de la relation d'affaires). A l'inverse, le client ne peut évaluer qu'*a posteriori* dans quelle mesure la banque, dans le cadre d'un mandat, a fait prévaloir des considérations contraires à ses intérêts. Et s'il se rend compte que tel est le cas, il lui est difficile de juger si la banque l'a fait par incompetence ou sciemment. Au contraire, un bon résultat n'est pas une preuve en soi que la banque n'a pas quand même privilégié (aussi) ses propres intérêts.⁹⁷

Du point de vue des promoteurs de produits financiers et de leurs distributeurs, les arguments en faveur du paiement de commissions de distribution sont concluants. Un problème se pose toutefois par rapport aux intérêts des investisseurs, dans la mesure

⁹⁶ Cf. les développements dans les encadrés cités, ainsi que le paragraphe 5.3.1.

⁹⁷ Les obligations juridiques sont elles aussi différentes. Le droit civil, le droit de la surveillance et l'autorégulation imposent ainsi de multiples obligations aux intermédiaires financiers (cf. paragraphes 7.2 et 7.3), sans que la réciproque soit vraie pour les clients. La réglementation est axée sur la protection des clients contre les intermédiaires financiers (et non l'inverse), alors même que ces derniers s'exposent aux risques de comportement des premiers.



où l'on ne communique pas à ces derniers des informations spécifiques sur les coûts des différents éléments des prestations (*asset management*, distribution, etc.). Il conviendrait de vérifier si cette situation désavantage les investisseurs et si une modification des structures de rémunération ou une inversion du modèle de distribution actuellement prédominant (plus de *pulling*, moins de *pushing*) serait de nature à influencer sur les coûts globaux exprimés par le *Total Expense Ratio* (TER) (cf. paragraphe 7.3.1), et donc sur l'évolution nette des placements, dans un sens favorable aux investisseurs. Pour le cas où il faudrait établir un lien direct entre prestation de distribution d'une part et rémunération d'autre part, la rémunération périodique récurrente sous forme de commission de gestion se transformerait en une commission unique versée à chaque achat ou à chaque vente (*upfront*). Or, si ces coûts venaient à être eux aussi répercutés sur le client, ce dernier verrait ses frais de transaction augmenter et, avec eux, sa réticence à investir en produits financiers.⁹⁸ Les stratégies de placement à court et moyen terme seraient plus chères à mettre en œuvre, de sorte qu'un avantage en termes de coûts ne pourrait exister qu'à long terme. Sans compter que ceci restreindrait les libertés du client quant à la composition économique de son portefeuille.

Une distorsion de l'activité de placement discrétionnaire et de la qualité du conseil en raison des **commissions de distribution** serait plus grave. Or les études menées par la CFB n'ont pas permis d'établir l'existence d'une telle distorsion. Il est apparu que les commissions de distribution n'ont guère d'effet direct sur le choix des produits (cf. encadré en fin de paragraphe 4.2.1) – si elles en avaient, les devoirs de diligence résultant du droit civil et du droit de la surveillance ne seraient pas respectés (cf. paragraphes 7.2 et 7.3). Tous les prestataires examinés ont pris des mesures d'organisation afin de supprimer les incitations à léser leurs clients (cf. encadré en fin de paragraphe 5.3.3).⁹⁹ On peut toutefois se demander si des conflits d'intérêts latents persistent, lesquels pourraient être exploités activement ou au moins passivement.

Encadré n° 16: commissions de distribution dans le secteur de la gestion de fortune en Suisse

En avril 2008, le volume du marché suisse des fonds s'établissait à CHF 525 milliards.¹⁰⁰ Si l'on se réfère aux commissions de gestion moyennes, qui varient selon les catégories de fonds, le revenu généré pour les promoteurs de fonds s'élève à CHF 6,2 milliards. Selon une estimation prudente, la moitié de cette somme va aux partenaires de distribution sous forme de commissions de distribution. En règle générale, cette proportion est nettement plus élevée, mais il faut tenir compte du fait que les commissions de distribution ne sont pas d'usage sur le marché institutionnel des fonds. Dès lors, les banques et gérants de fortune encaissent chaque année en Suisse quelque CHF 3,1

⁹⁸ Ceci serait possible, p. ex., dans le cas de commissions d'émission et de rachat.

⁹⁹ En outre, chez ces prestataires, les commissions de distribution perçues n'étaient clairement pas calculées en fonction des transactions, ce qui écartait toute incitation au « barattage financier » ou *churning* (cf. note 68).

¹⁰⁰ Cf. Swiss Fund Data, *Angaben für den schweizerischen Fondsmarkt* (Statistiques sur le marché suisse des fonds), avril 2008. Ont été pris en compte les fonds suisses ainsi que les fonds étrangers de promoteurs suisses.



milliards au seul titre de la distribution de fonds. Les rémunérations versées pour la distribution de produits structurés sont difficiles à déterminer. En 2007, les produits structurés émis représentaient CHF 45 milliards.¹⁰¹ Sur ce montant, le partenaire de distribution perçoit environ 50 points de base à titre de commission de distribution, d'où un chiffre total d'environ CHF 225 millions.¹⁰² Abstraction, le montant des commissions de distribution est donc élevé, mais il ne représente en fait qu'environ 7,6% du rendement total que rapportent les commissions aux banques.¹⁰³ En 2007, le rendement des commissions pour l'ensemble des banques s'élevait à CHF 43,5 milliards.

8.2 Rôle de la CFB en qualité d'autorité de surveillance

Parallèlement à la question de savoir si des mesures prudentielles s'imposent, il convient de se demander quels objectifs la CFB, le cas échéant, devrait poursuivre. Soulignons à cet égard que l'activité de surveillance de la CFB vise à assurer la protection des déposants et des investisseurs, le bon fonctionnement des marchés boursiers et la protection du système. En d'autres termes, le système prudentiel a notamment pour objet, d'une part, de protéger les clients contre la perte de leurs dépôts et placements et, d'autre part, de garantir la transparence et l'égalité de traitement dans le négoce de titres et en matière de fonds. Il vise aussi à préserver la stabilité du système financier et la confiance, ainsi que la réputation et la compétitivité internationale de la place financière suisse.¹⁰⁴ C'est l'approche sur laquelle repose également l'art. 5 LFINMA. En revanche, la CFB n'est chargée ni de la concurrence, ni du contrôle des prix, qui incombent à d'autres autorités.¹⁰⁵ En particulier, dans le cadre du présent document, la CFB n'a ni la tâche ni la compétence pour valider ou préférer l'un ou l'autre modèle de rémunération au détriment d'un autre. Enfin, contrairement à certaines autorités de surveillance étrangères, elle n'a pas non plus explicitement mandat de former les clients (« *consumer education* »).¹⁰⁶

Les approches suggérées ci-après (cf. paragraphes 8.4 ss.) se basent sur le rôle de la CFB tel que défini par la loi, à savoir en tant qu'autorité de surveillance des banques, des bourses, des négociants en valeurs mobilières et du secteur des placements collectifs. Pour autant, on ne saurait méconnaître les bienfaits d'une meilleure formation

¹⁰¹ Cf. Association suisse des produits structurés (ASPS), Rapport sectoriel, février 2008.

¹⁰² Dans le domaine des produits structurés, les commissions de distribution peuvent être plus élevées car, outre les commissions de placement uniques dont il est question ici, des commissions d'état peuvent également être prélevées.

¹⁰³ A noter que ces calculs intègrent la distribution de produits internes et externes au groupe. Comme les flux de rémunérations internes représentent aussi des incitations pour les unités d'affaires et leurs collaborateurs, ils sont significatifs au regard des conflits d'intérêts potentiels, alors qu'ils ne le sont pas en termes consolidés au niveau du groupe.

¹⁰⁴ www.ebk.admin.ch/f/ebk/ziele/index.html.

¹⁰⁵ A savoir la Commission de la concurrence (www.weko.admin.ch) et le Surveillant des prix (www.preisueberwacher.admin.ch).

¹⁰⁶ La « *public awareness* » est par exemple une des tâches de la Financial Services Authority (FSA) britannique (cf. www.fsa.gov.uk/financial_capability/index.shtml et www.moneymadeclear.fsa.gov.uk, ainsi que www.whataboutmoney.info).



des clients en matière financière, laquelle leur permettrait de mieux mettre en valeur leurs intérêts lors de l'achat de produits financiers ou lors d'autres activités de placement et, surtout leur offrirait de meilleures compétences pour veiller ensuite à la préservation de ces intérêts – alors même que ces clients, à titre individuel, ne sont pas en position de force sur le marché.¹⁰⁷

8.3 Approches récentes de la CFB en matière de distribution

Les grands axes de travail de la CFB peuvent se résumer comme suit:

Transparence accrue des produits

En octobre 2003, à la suite d'un scandale financier impliquant un fonds de placement aux Etats-Unis (mots-clés: *late trading, market timing*), la CFB a adressé un courrier (dit « lettre pastorale ») à toutes les directions de fonds et tous les représentants de fonds étrangers afin de clarifier diverses questions. Dans le même temps, elle a constaté avec inquiétude que les commissions de gestion prélevées annuellement sur les patrimoines des fonds affichaient depuis des années une tendance à la hausse, ce qui indiquait une défaillance du marché. Elle s'est donc engagée en faveur d'une transparence accrue des coûts en matière de fonds et, en 2005, elle a œuvré pour que la SFA édicte une Directive en ce sens, directive qu'elle a reconnue comme standard minimal. L'entrée en vigueur de la disposition concernant la répartition quantitative de la commission de gestion selon les éléments Direction, *Asset Management* et Commercialisation a été repoussée (cf. paragraphe 7.3.1). Sont en revanche entrées en vigueur l'obligation d'information y afférente, ainsi que l'interdiction faite aux directions de fonds comme aux distributeurs au sens de la LPCC de verser des commissions d'état aux investisseurs finaux (sur la base du principe d'égalité de traitement, inhérent tant au contrat de placement collectif qu'à la LPCC).¹⁰⁸

Pour les produits structurés, qui pour le reste ne relèvent pas de la LPCC, la loi exige en principe un prospectus simplifié (à la suite d'une demande en ce sens formulée par la CFB dans le cadre du processus législatif). Celui-ci doit être proposé gratuitement à toute personne intéressée lors de l'émission du produit ou de la conclusion du contrat. L'obligation de publier un prospectus ne tombe que dans des cas particuliers dans lesquelles la transparence requise est assurée autrement. Les Directives de l'ASB relatives à l'information des investisseurs sur les produits structurés (2007), impulsées par la CFB et reconnues par elle comme standard minimal, prévoient que le prospectus doit indiquer notamment les dédommagements perçus auprès de l'acquéreur après l'émission, pendant la durée du produit.¹⁰⁹

Retenue quant à la surveillance des distributeurs

Toujours en 2003, dans le cadre de la révision de la loi sur les fonds de placement, la CFB s'est prononcée pour la suppression de l'obligation d'obtenir une autorisation im-

¹⁰⁷ Cf. encadré sous introduction au chapitre 4.

¹⁰⁸ Rapports de gestion CFB 2003 p. 86 s., 2004 p. 70 s., 2005 p. 70 ss., et 2006 p. 54 s.

¹⁰⁹ Rapports de gestion CFB 2006 p. 50, et 2007 p. 58 s.



posée aux distributeurs. Il s'agissait là, dans une perspective de libéralisation, à la fois de supprimer une règle étatique inutile et de renforcer l'autorégulation. La CFB n'a toutefois pas pu faire prévaloir sa position, car le Conseil des Etats s'est finalement rallié au Conseil national en 2006, lequel avait exigé le maintien de la législation existante. La CFB a toutefois jugé suffisantes les règles de la Directive de la SFA applicables aux distributeurs, dont le respect doit être contrôlé par une société d'audit reconnue.¹¹⁰

Intérêt pour les relations des banques avec les gérants de fortune indépendants

En 2002 et 2003, la CFB a analysé auprès d'un panel représentatif de banques les relations d'affaires de ces établissements avec les gérants de fortune indépendants (« externes »). Il s'agissait au premier chef d'évaluer quantitativement la fortune déposée par les clients et de formuler des appréciations qualitatives sur la relation entre, d'une part, les banques et les gérants de fortune indépendants et, d'autre part, les banques et leurs clients. La CFB cherchait notamment à savoir comment les banques assumaient leurs devoirs d'information et de loyauté envers leurs clients, et quelles mesures avaient été définies par les systèmes de contrôle interne pour respecter ces obligations. Au vu des résultats obtenus, la CFB a considéré qu'aucune mesure prudentielle ne s'imposait et qu'il n'y avait pas lieu d'intervenir au plan réglementaire. Elle a salué la décision du Conseil fédéral de surseoir à une surveillance prudentielle des gérants de fortune indépendants par la FINMA (en dehors du domaine des placements collectifs).¹¹¹

Déréglementation en matière de rémunération des fonds

Dans le cadre de la mise en œuvre de la LPCC, la CFB s'est demandé si et dans quelle mesure sa réglementation sur les commissions liées à la performance (*performance fees*) restait nécessaire. En mars 2008, elle a décidé que la définition des critères requis pour prélever une *performance fee* pouvait être laissée à la diligence des acteurs du marché. Les titulaires d'autorisations doivent toutefois indiquer dans les documents pertinents la nature, le montant et le mode de calcul de leurs éventuelles *performance fees*.

Nous présentons ci-après des **approches d'intervention possibles, sans toutefois aborder en détail à quel niveau réglementaire** (loi, ordonnance, circulaire, autorégulation) **il conviendrait le cas échéant d'intervenir et qui** (Parlement, Conseil fédéral, CFB, autorégulateurs) **doit intervenir**. De même, les conséquences potentielles et le rapport coût/utilité du point de vue de la CFB ne sont développés qu'à titre marginal, afin de ne pas trop influencer d'emblée le débat.¹¹² Enfin, pour l'ensemble de ces considérations, nous nous plaçons du point de vue des petits investisseurs (clientèle « grand public »).

¹¹⁰ Rapports de gestion CFB 2003 p. 80, et 2006 p. 51 s.

¹¹¹ Rapports de gestion CFB 2002 p. 44, 2003 p. 33 et 75, 2004 p. 47 s.

¹¹² Pour des développements approfondis sur ces propositions, y compris leurs conséquences, avantages et inconvénients, cf. notamment Thévenoz 2006, 520 ss., Thévenoz 2007, 349 ss., et Zufferey, 230 ss.



8.4 Pas de nouvelles prescriptions prudentielles – recours exclusif au droit civil (en tenant compte du droit privé spécial résultant de la législation sur les placements collectifs)?

Comme nous l'avons vu, plusieurs prescriptions prudentielles régissent d'ores et déjà diverses questions liées aux commissions de distribution (devoirs de diligence, d'information et de loyauté, gestion des conflits d'intérêts et des systèmes d'incitation; cf. paragraphe 7.3). La CFB les applique systématiquement.¹¹³ Selon elle, le droit civil général ne va au-delà du droit de la surveillance que dans la mesure où le CO se prononce via le droit du mandat, dès lors qu'il est applicable, sur la question de la remise de certaines commissions.

Une première approche consisterait à ne pas toucher aux prescriptions prudentielles en vigueur, laissant aux tribunaux civils le soin de faire respecter une éventuelle obligation de remise et d'appliquer, le cas échéant, le droit du mandat.

Le droit civil général présente un avantage en ce sens qu'il suit une approche pour ainsi dire fonctionnelle, puisque, par nature, il ne retient pas comme critère le fait que l'intermédiaire financier incriminé soit ou non soumis à autorisation. En revanche, les prescriptions prudentielles varient parfois selon les lois applicables. Plaide également en faveur d'un tribunal civil le fait que celui-ci tranche à l'issue d'une procédure contradictoire, à laquelle ont participé les deux parties.

D'un autre côté, un simple rattachement au droit civil va à l'encontre de la tendance internationale, notamment au sein de l'UE (cf. paragraphe 7.5). Sur le marché financier, c'est en effet plutôt le droit de la surveillance qui se superpose au droit civil (voir notamment le droit privé spécial résultant de la législation sur les placements collectifs) et non l'inverse. Une application du droit du mandat présuppose le dépôt d'une action en justice, laquelle a forcément lieu à l'initiative des personnes concernées; or, entamer une telle procédure implique pour les justiciables de fournir des preuves, d'avancer des frais, de prendre le risque d'une issue onéreuse, etc. Ces circonstances sont susceptibles de décourager les demandeurs et d'empêcher la concrétisation du droit du mandat par les tribunaux. Par ailleurs, une décision judiciaire peut ne pas comporter que des avantages car, comme le montre parfaitement l'arrêt du Tribunal fédéral de mars 2006, les interprétations sont multiples et la généralisation difficile (cf. paragraphe 7.2).

8.5 Application prudentielle de prescriptions de droit civil?

Cette possibilité compléterait la première: la CFB reprendrait à son compte les prescriptions de droit civil telles qu'appliquées par un tribunal civil, puis en ferait une application prudentielle. Les tribunaux civils auraient donc compétence pour appliquer le droit du mandat, et la CFB resterait passive jusqu'à ce que de nouveaux arrêts soient rendus, pour autant que des considérations prudentielles ne justifient pas à elles seules une intervention. Cette approche n'est donc guère différente de la première et, comme celle-ci, elle ne serait utile que dans le cas (assez improbable) d'un arrêt global et clairement généralisable concernant toutes les questions en débat (cf. paragraphe 7.2).

¹¹³ Cf. Rapport de gestion CFB 2007 p. 87.



S'agissant par ailleurs de l'*obligation de remise* au sens du droit du mandat, il convient de souligner que la CFB ne dispose que d'un arsenal prudentiel réduit pour en assurer le respect.¹¹⁴ En revanche, sur le fondement de l'art. 35 LFINMA, la FINMA aura la possibilité de « confisquer le gain acquis par un assujéti ou une personne qui exerce une fonction dirigeante en violant gravement le droit de la surveillance ». ¹¹⁵

8.6 Interdiction des commissions de distribution?

La solution la plus radicale consisterait en une interdiction légale des commissions de distribution, ce qui constituerait et entraînerait un changement tout aussi radical dans les modèles d'affaires en vigueur. Une telle approche suppose de définir clairement la problématique que l'on entend résoudre par là. On peut ainsi se demander quel intérêt le client aurait à ce que l'on interdise aux banques d'accepter d'un tiers, par exemple d'une direction de fonds, des commissions *non soumises à l'obligation de remise*, ou de verser de telles commissions à un autre tiers, par exemple un gérant de fortune indépendant. Comme indiqué plus haut, l'idée qu'une banque ne peut se faire rémunérer que par le client apparaît problématique dans les cas où cette banque fournit des prestations à des tiers et où le client n'en tire qu'un avantage marginal, voire nul (cf. paragraphe 7.2). ¹¹⁶

En cas d'interdiction des commissions *soumises à une obligation de remise*, se poserait ensuite la question de savoir en quoi les règles de droit civil concernant le droit du mandat sont insuffisantes. En d'autres termes, on se demande pourquoi, dans le domaine financier en particulier, un mandant ne pourrait pas renoncer à la remise (cf. paragraphe 8.4). D'autant plus que les interdictions totales sont rares. ¹¹⁷ S'agissant d'une

¹¹⁴ Dans son arrêt 2A.230/1999 du 2 février 2000, le Tribunal fédéral a jugé en substance qu'il était « très douteux que la Commission des banques puisse ordonner la confiscation d'un gain illicite au regard du droit de la surveillance ou le remboursement d'un revenu non autorisé au regard du droit bancaire » (consid. 9b). En pratique, la CFB demande donc le cas échéant aux établissements de lui indiquer « comment ils comptent informer les clients concernés de l'incident et leur faire parvenir les sommes perçues indûment par suite d'une infraction au droit de la surveillance ». Ceci vaut aussi en cas de rétrocessions conservées illicitement (Rapport de gestion CFB 2007 p. 87).

¹¹⁵ Cf. Zulauf/Wyss/Roth, 238 ss.

¹¹⁶ Cette problématique se pose notamment en matière de distribution de fonds pure, lorsque la banque intervient en tant que représentante de la direction de fonds et n'est pas liée au client par une relation de mandat. Par qui doit-elle se faire rémunérer au titre des prestations fournies à la direction de fonds, sinon par la direction de fonds elle-même?

¹¹⁷ Au Royaume-Uni, on réfléchit actuellement à l'hypothèse de prévoir que les établissements ou les personnes qui se disent indépendants (*independent*) ne puissent plus se faire rémunérer que par leurs clients (modèle « *fee* ») et non pas – le cas échéant en sus – par des tiers (modèle « *commission* » ou « *product charges* »). Dans le cadre d'une révision de la loi fédérale du 2 avril 1908 sur le contrat d'assurance (loi sur le contrat d'assurance; LCA), il existe des tentatives d'interdire aux courtiers en assurance de se faire rémunérer par une compagnie d'assurance au titre de l'intermédiation directe ou indirecte (ainsi l'art. 40 al. 3 de l'avant-projet du 31 juillet 2006 concernant la modification de la loi fédérale du 17 décembre 2004 sur la surveillance des entreprises d'assurance [loi sur la surveillance des assurances; LSA]; avant-projet consultable en allemand [*Vorentwurf zur Änderung des Bundesgesetzes betreffend die*



éventuelle interdiction partielle visant à réguler le montant des commissions de distribution, il convient de garder en mémoire que les prix imposés ne garantissent pas en permanence un bon équilibre du marché, et qu'ils peuvent facilement conduire à de fausses incitations. En outre, les interdictions constituent des restrictions au principe constitutionnel de liberté économique: à ce titre, elles ne sont licites (et politiquement réalisables) que sous certaines conditions, et elles peuvent produire des effets indésirables y compris pour les clients (en particulier la fin de l'« architecture ouverte »; cf. paragraphe 4.3.2 let. c)). Il convient donc notamment d'éliminer l'hypothèse d'une interdiction totale ou partielle dès lors que, pour atteindre l'objectif d'intérêt public visé ou pour résoudre le problème identifié (cf. paragraphe 8.1), il existerait des solutions moins radicales et plus respectueuses du principe de proportionnalité.

8.7 Exigences accrues en matière de transparence des contrats et autres documents?

En matière de fonds, il existe d'ores et déjà plusieurs prescriptions sur la transparence des coûts (cf. paragraphe 7.3.1). Une transparence accrue entre les établissements soumis à surveillance et leurs clients pourrait permettre à ces derniers d'apprécier mieux encore les situations de conflit d'intérêts et les éventuels risques de comportement – de leur propre point de vue. A noter toutefois qu'en cas de conflit d'intérêts, les établissements doivent de toute façon en informer les clients et mettre les documents correspondants à leur disposition (cf. paragraphe 7.3.2).

On pourrait imaginer notamment que s'imposent aux établissements soumis à surveillance, qu'il y ait ou non obligation de remise, les obligations supplémentaires suivantes:

- stipuler dans les contrats écrits passés avec les clients, à des fins de transparence, à qui reviennent les éventuelles commissions de gestion versées à l'établissement par des tiers;
- attirer l'attention des clients sur les conflits d'intérêts susceptibles de résulter de l'encaissement de commissions de distribution;
- informer les clients sur les paramètres de calcul et les fourchettes des commissions de distribution éventuelles, par catégories de produits;
- à la demande des clients et dans la mesure où les commissions de distribution déjà encaissées peuvent être réparties individuellement avec des efforts raisonnables,

Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004] sur www.efd.admin.ch). Il s'agit là de faire une distinction claire par rapport aux agents d'assurance (commerciaux), qui font aussi office de « représentants en assurance au sein du service externe ». Les collaborateurs concernés seraient tenus d'indiquer à leurs clients, dès le début des prestations de conseil, s'ils interviennent en tant que courtiers ou en tant qu'agents (art. 57 al. 1 let. b de l'avant-projet précité). En vertu de l'art. 41 let. a de ce même avant-projet, il ne serait plus possible d'être à la fois courtier et agent.



en communiquer le montant aux clients concernés (par exemple en cas de rétrocessions sur des courtages ou des commissions de dépôt).¹¹⁸

De telles mesures, d'ores et déjà mises en œuvre par certains établissements (cf. paragraphe 7.2 *in fine*), seraient de nature à éclairer en particulier les clients « grand public » sur les commissions de distribution, leur arrière-plan et leurs éventuelles conséquences. Elles permettraient aussi de renforcer la confiance mutuelle, dans la mesure où le client aurait des éléments pour appréhender les incitations financières susceptibles d'influer – ou pas – sur son cocontractant dans le cadre de l'exécution du mandat (cf. paragraphes 4.3.1 let. a) et 4.3.2 let. a) et c)). Cet avantage pour les clients serait, en fin de compte, aussi un avantage pour les établissements. Il convient toutefois de se demander, avant toute décision, si ces exigences de transparence doivent être imposées aux établissements au niveau des produits (cf. paragraphe 8.8) et/ou au niveau de la distribution (cf. paragraphe 8.9).

8.8 Transparence au niveau des produits?

Le droit bancaire, boursier et des placements collectifs prévoit au premier chef une surveillance des établissements, dans la mesure où il impose aux promoteurs de produits financiers et aux prestataires de services financiers (notamment les banques, négociants en valeurs mobilières et directions de fonds) l'obligation d'obtenir une autorisation et de se soumettre à une surveillance. Une surveillance spécifique des produits n'existe que dans le domaine des placements collectifs, où la forme du fonds de placement contractuel résulte de la loi et est soumise à la surveillance de la CFB. Ainsi, la LPCC impose aux promoteurs de fonds de donner dans le contrat de fonds et le prospectus (simplifié), notamment, des informations sur les commissions d'émission, de rachat et de gestion. Tous ces documents doivent être approuvés par la CFB. La Directive de la SFA concernant la transparence dans les commissions de gestion, elle aussi, se réfère aux produits; mais elle ne s'applique qu'aux fonds ouverts au public (cf. paragraphe 7.3.1).

Le client est ainsi en mesure de comparer les fonds de placement ou les catégories de parts au regard de leurs performances historiques, mais aussi au regard de leurs coûts globaux. Il se réfère à cet effet au *Total Expense Ratio* (TER).¹¹⁹ Si les montants affectés à la distribution l'intéressent, il devra se contenter de taux plafonds car, au moment de la rédaction du contrat et du prospectus, la part de la commission de gestion qui ira à la distribution n'est pas encore fixée. Néanmoins, il est informé que la commission de gestion sert aussi à rémunérer la distribution, et que la direction de fonds peut verser des commissions d'état à des distributeurs. En revanche, une publication *a posteriori* n'est pas prévue. Le client peut ainsi choisir le produit dont les commissions d'émission et de gestion sont les moins élevées. Mais il ne sait pas combien le distributeur auquel il achète le produit touchera sur cette « vente » – et au moment de la transaction, le distributeur ne le sait d'ailleurs souvent pas non plus de façon détaillée.

¹¹⁸ Cf. à cet égard l'arrêt du Tribunal de commerce de Zurich (*Handelsgericht Zürich*) du 26 juin 2007, in: *Blätter für Zürcherische Rechtsprechung* 2008 n° 35.

¹¹⁹ Cf. les Directives de la SFA concernant le calcul et la publication du TER et du PTR des placements collectifs de capitaux (2008), reconnues comme standard minimal par la CFB.



En ce domaine, la transparence pourrait donc être améliorée. Outre des mesures concrètes (par exemple, publication par la direction de fonds des paramètres de calcul et des fourchettes des commissions versées, publication des différents éléments de la commission de gestion, etc.), il faudrait définir aussi les produits financiers concernés. Comme indiqué en introduction, tous les produits ne sont pas soumis à surveillance à ce jour. Il faudrait donc se demander dans quelle mesure il convient d'harmoniser, tout en les renforçant, les conditions concurrentielles qui s'appliquent aux fonds de placement d'une part, aux autres produits financiers et de placement d'autre part. En matière de distribution, il y aurait là un handicap concurrentiel car, en Europe, le modèle prévu est celui de l'information sur les coûts au point de vente (*point of sale*) (cf. paragraphe 7.5). La tendance est la même aux Etats-Unis.

8.9 Transparence au point de vente?

Comme indiqué plus haut, la transparence au niveau des produits permet au client de comparer ces produits entre eux et d'opter pour ceux dont les commissions d'émission et de gestion sont les plus avantageuses (tout en tenant compte d'autres critères comme le risque, la performance, etc.). Plutôt que d'imposer les obligations de transparence au niveau de la production, on pourrait aussi imaginer de les imposer au niveau de la vente et de la distribution. A cet égard, plusieurs possibilités sont envisageables. On peut tout d'abord distinguer selon l'*étendue* des informations. Ainsi, celles-ci pourraient se borner à indiquer des fourchettes par catégorie de produit, ou au contraire être exigées de façon détaillée et individualisée pour chaque produit. Cette dernière approche, à supposer qu'elle soit réalisable (cf. paragraphe 8.8), générerait des coûts considérables. Se pose ensuite la question du *moment* où l'information doit être disponible: soit dès la date de la transaction, soit *a posteriori*. S'agissant enfin des *modalités* de l'information, il faudrait déterminer si elle doit être donnée obligatoirement ou seulement sur demande. Or sous réserve qu'elle soit possible, une « reddition des comptes » obligatoire et rétrospective, ventilée par produits, serait sans doute elle aussi très coûteuse pour les établissements.

Pour chacune de ces alternatives, l'objectif serait de permettre au client de déterminer avec plus ou moins d'exactitude quelle décision d'achat entraîne (ou, rétrospectivement, a entraîné) quelles commissions de distribution pour le prestataire (distributeur). Mais ceci ne fonctionnerait que dans la mesure où il serait possible de ventiler parfaitement les commissions de distribution par produit et par client. On comparerait dès lors au premier chef non les produits, mais les prestataires.

Une telle approche se traduirait, pour la distribution de produits financiers, par des règles neutres au niveau des produits, règles dont le contenu pourrait s'inspirer des prescriptions évoquées plus haut (cf. paragraphe 8.7; donc indépendamment d'une éventuelle obligation de remise). Le fait que ces règles ne soient pas définies en fonction de tel ou tel produit financier plaide en faveur d'une telle approche.¹²⁰ Des règles variables

¹²⁰ Ceci tiendrait compte du fait que certains produits, dans certains cas, ont des profils similaires. Il existe ainsi p. ex., d'une part, des produits structurés basés sur des fonds et, d'autre part, des fonds de placement qui investissent en produits structurés (notamment des fonds en certificats). S'agissant des produits d'assurance, cf. la question 3 en page 10.



selon les produits n'auraient pas d'incidences sur la transparence au point de vente. En revanche, leur inconvénient est de ne pas permettre, à elles seules, de déterminer les coûts totaux exacts liés à un produit, sans compter que tous les distributeurs ne sont pas soumis à une surveillance prudentielle.¹²¹ On pourrait donc imaginer de combiner les deux approches, et de formuler des exigences de transparence tant au niveau des produits qu'au niveau de la distribution. Mais cette transparence cumulative se traduirait à son tour, selon les produits, par un handicap concurrentiel pour les prestataires suisses qui proposent aussi leurs fonds à l'étranger (cf. paragraphes 7.3.1 et 7.5).¹²²

8.10 Prescriptions organisationnelles pour gérer les conflits d'intérêts?

Enfin, à côté ou à la place des possibilités évoquées jusqu'ici, on pourrait aussi imaginer d'imposer des prescriptions organisationnelles plus détaillées pour gérer les conflits d'intérêts liés aux commissions de distribution. Ici aussi se poserait la question du contenu précis de ces prescriptions et de leurs avantages, dans la mesure où les établissements autorisés disposent déjà de leur propre instrumentarium surveillé par la CFB ou les sociétés d'audit prudentielles. C'est ce qu'exigent les diverses lois de surveillance. Toutefois, le législateur s'est sciemment abstenu de réglementer les détails. Il en va de même de l'autorégulation en la matière, notamment des Règles de conduite de l'ASB pour négociants en valeurs mobilières (cf. paragraphe 7.3.2). Là aussi, le choix et le contenu des mesures d'organisation à prendre incombent à chaque établissement, lequel adapte et implante ces règles en fonction de sa taille et, surtout, de sa structure.¹²³ C'est la raison pour laquelle il serait difficile de formuler des règles d'organisation précises applicables à tous les établissements. Par ailleurs, s'agissant des commissions de distribution, les banques ont déjà mis en place des dispositifs de gestion des éventuels conflits d'intérêts. Ainsi est-il prévu que, dans certains cas, ces commissions ne soient pas prises en compte pour l'évaluation des prestations des collaborateurs (par exemple en matière de gestion de portefeuille et d'achat de produits; cf. paragraphe 4.3.2 let. a) et c)) ou, dès lors qu'elles sont prises en compte, que les personnes concernées ne connaissent pas et ne puissent déterminer, avant ou pendant

¹²¹ Relèvent principalement du droit de la surveillance les banques et, en matière de fonds, les représentants et distributeurs (ainsi que les compagnies d'assurance et les courtiers en assurance, p. ex. dans le cas d'assurances vie liées à des fonds). Il y a ainsi en Suisse plus de 500 distributeurs « indépendants » (et plus de 12 000 courtiers en assurance). En revanche, la majorité des gérants de fortune indépendants ne sont pas soumis à autorisation, de sorte que la CFB ne peut pas édicter de prescriptions à leur encontre. La seule exception est le cas où une association professionnelle du secteur de la gestion de fortune souhaite faire reconnaître comme standards minimaux ses règles de conduite au sens de la LPCC (cf. encadré sous paragraphe 8.11).

¹²² Afin d'assurer la pertinence et la cohérence des devoirs d'information dans sa législation sur les prestations de services financiers, l'UE a lancé fin 2007 une enquête publique sur la transparence des produits et les règles de distribution. Les réponses reçues sont en cours de dépouillement.

¹²³ Bien entendu, les établissements doivent veiller à ce que les mesures prises permettent d'atteindre les objectifs assignés par la réglementation.



une transaction, leur montant ou leur clé de répartition (par exemple en matière de conseil; cf. paragraphe 4.3.1 let. a)).¹²⁴

8.11 Conclusion provisoire: nécessité d'une intervention prudentielle pour renforcer la transparence au point de vente

La CFB considère qu'au regard du débat persistant sur les commissions de distribution, une intervention prudentielle (limitée) est nécessaire. S'appuyer exclusivement sur le droit civil, ou appliquer les prescriptions de droit civil en droit de la surveillance, ne suffit pas. D'un autre côté, compte tenu des mesures déjà prises par les banques, des prescriptions organisationnelles supplémentaires concernant la gestion des conflits d'intérêts ne semblent pas s'imposer. De même, l'interdiction pure et simple des commissions de distribution n'apparaît pour sa part ni opportune, ni proportionnée.

Toutefois, la CFB considère qu'il convient de travailler à l'avenir sur un accroissement de la transparence en faveur du client. Actuellement en effet, on ne trouve de prescriptions concernant la transparence qu'au niveau des produits, que ce soit en matière de fonds de placement ou, marginalement, en matière de produits structurés.¹²⁵ En matière de fonds, d'une part et *a priori*, l'utilisation escomptée de la commission de gestion doit être publiée dans le prospectus, tandis que la nature, le montant maximal et le mode de calcul de cette commission doivent être indiqués (comme toutes les rémunérations et tous les frais annexes) dans le contrat de fonds.¹²⁶ D'autre part et *a posteriori*, les « commissions et coûts » liés à la gestion doivent être publiés par le biais d'un indicateur internationalement reconnu, le *Total Expense Ratio* (TER).¹²⁷ S'agissant des produits structurés, il existe une obligation simplifiée de publier un prospectus (cf. paragraphe 8.3). Pour le reste, le droit de la surveillance ne prévoit aucune prescription en matière de transparence, ni au niveau des produits, ni au niveau de la distribution.

La CFB vient donc de proposer des règles-cadres neutres au niveau des produits (cf. paragraphe 8.7), qu'elle souhaite utiliser à l'avenir comme critères de référence lorsque des organisations professionnelles *du secteur de la gestion de fortune* entendent faire reconnaître comme standards minimaux les règles de conduite qu'ils publient en vertu de la LBVM ou de la LPCC.

¹²⁴ Cf. aussi l'encadré sous paragraphe 5.3.3.

¹²⁵ La révision prévue de la loi fédérale du 19 décembre 1986 contre la concurrence déloyale (LCD) prévoit d'ailleurs que l'obligation d'indiquer les prix devra s'appliquer désormais non seulement aux marchandises, mais aussi aux services (cf. l'art. 16 al. 1 de l'avant-projet de modification de la LCD du 6 juin 2008; consultable sur www.seco.admin.ch).

¹²⁶ Cf. art. 37 s. OPCC.

¹²⁷ Cf. les Directives de la SFA concernant le calcul et la publication du TER et du PTR des placements collectifs de capitaux (2008), reconnues comme standard minimal par la CFB.



Encadré n° 17: règles-cadres pour la gestion de fortune¹²⁸

Une circulaire proposée par la CFB définit, pour ainsi dire à titre de « standards minimaux des standards minimaux », des critères de référence que la CFB envisage d'appliquer lorsque des organisations professionnelles *du secteur de la gestion de fortune* entendent faire reconnaître comme standards minimaux les règles de conduite qu'ils publient en vertu de la législation sur les bourses ou les placements collectifs.¹²⁹

Aux termes du projet, pour pouvoir être reconnues, les règles de conduite concernées doivent intégrer notamment les principes suivants:

« Rémunération du gérant de fortune

- Le gérant de fortune règle dans les contrats écrits avec ses clients la nature, les modalités et les éléments de sa rémunération.
- Le contrat de gestion de fortune définit dans un souci de transparence qui est le bénéficiaire de toutes les prestations reçues de tiers en relation étroite avec l'exécution du mandat ou à l'occasion de son exécution.
- Le gérant de fortune rend ses clients attentifs aux conflits d'intérêts pouvant résulter de la perception de prestations de la part de tiers.
- Le gérant de fortune informe ses clients des paramètres de calcul et des fourchettes de valeurs des prestations de tiers pour chaque catégorie de produit.
- A la demande de ses clients et dans la mesure où elles peuvent être réparties individuellement avec des efforts raisonnables, le gérant de fortune rend en outre compte de l'importance des prestations déjà reçues de tiers (par exemple les rétrocessions sur les courtages ou les frais de dépôt). »

La CFB considère que ce type de prescriptions constituerait, au point de vente, une solution adéquate et neutre au niveau des produits.¹³⁰ Elle serait pour l'essentiel conforme aux règles stipulées à l'art. 18 al. 2 de la MiFID, ainsi qu'à l'art. 22 al. 4 (information en cas de conflit d'intérêts) et à l'art. 26 let. b chiffre i (information sur les « avantages ») de la directive d'exécution. En revanche, une transparence accrue au niveau des produits quant à la ventilation des commissions de gestion n'apparaît pas (plus) indispensable. D'une part, cette ventilation supplémentaire selon les éléments Direction, *Asset Management* et Commercialisation entraîne des handicaps concurrentiels en matière de fonds de placement (cf. paragraphe 8.9). D'autre part, le fait que le client en ait connaissance (en matière de fonds, mais pas pour les autres produits) ne

¹²⁸ Cf. l'audition récente y relative, ainsi que le rapport explicatif, sur le site Internet de la CFB.

¹²⁹ Une telle reconnaissance présente notamment des avantages dans la concurrence que se livrent ces organisations pour attirer des membres; cf. Zulauf/Zibung, 35 s.

¹³⁰ Des développements plus détaillés concernant cette approche (et notamment son arrière-plan) sont disponibles sur le site Internet de la CFB, sous « Auditions ».



lui serait pas d'une grande utilité (cf. encadré sous paragraphe 5.3.3). On pourrait donc renoncer définitivement à mettre en vigueur la disposition y relative de la Directive de la SFA concernant la transparence dans les commissions de gestion, jusqu'ici différée.

Les développements qui précèdent ne donnent qu'une **conclusion sommaire et provisoire**. Il n'est pas dit pour autant que la CFB suivra cette approche et ne retiendra pas celles évoquées plus haut. Le présent document de synthèse est un document de discussion et, comme indiqué en introduction, la CFB invite toutes les personnes intéressées à prendre position sur l'ensemble des questions évoquées, notamment celles relatives aux mesures à prendre, ainsi que sur toutes les approches esquissées au chapitre 8.



Littérature choisie

Abegglen, Sandro: Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen – Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken und Wertpapierhäusern, Berne 2004.

Abegglen, Sandro: „Retrozession“ ist nicht gleich „Retrozession“ – Zur Anwendbarkeit von Art. 400 Abs. 1 OR auf Entschädigungen, die an Banken geleistet werden, insbesondere im Fondsvertrieb, in: *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 2007 p. 122-134.

Abegglen, Sandro: Der Verzicht auf Ablieferung von Retrozessionen, in: *Recht* 2007 p. 190-203.

Abegglen, Sandro: Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance, in: *Revue de droit suisse* 2008 p. 41-67.

Association Suisse des Banquiers: *Wealth Management in Switzerland*, Bâle 2007.

Bassi, Mario M.: *Der bankunabhängige Vermögensverwalter – Analyse des Handlungsbedarfs einer möglichen Aufsicht unter Berücksichtigung des amerikanischen und englischen Rechts*, thèse, Zurich 1996.

Bernasconi, Paolo / Chopard, René (éd.): *Rechtliche Verantwortlichkeiten bei der Vermögensverwaltung*, Bellinzzone 2001.

Blattner, Niklaus / Gratzl, Benedikt / Kaufmann, Tilo: *Das Vermögensverwaltungs-geschäft der Banken in der Schweiz*, Berne 1996.

Boemle, Max / Gsell, Max / Jetzer, Jean-Pierre / Nyffeler, Paul / Thalmann, Christian: *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zurich 2002.

Borer-Benz, Bellina C.: *Die Herausgabepflicht des Beauftragten gemäss Art. 400 OR am Beispiel der Problematik der Retrozessionen bei unabhängigen Vermögensverwaltern*, thèse, Saint-Gall 2006.

Bretschger, Lucas / Geiger, Hans / Kappel, Vivien / Kuster, Laura / Schaller, Alexandra / Wünsch, Oliver: *Portrait des Finanzplatzes Schweiz – Schlussbericht Swiss Financial Center Watch 2007*, Zurich 2008.

Bretton-Chevallier, Claude: *Le gérant de fortune indépendant – Rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités*, Zurich 2002.

Bührer, Christian: *Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz*, Berne 2006.



Cerutti, Romeo: Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalbankensystem, in: *Revue de droit suisse* 2008 p. 69-97.

Cocca, Teodoro D.: Schweizerisches Private Banking, in: *L'expert-comptable suisse* 2005 p. 270-277.

Crespi-Hohl, Irene: Neuere Tendenzen im Bereich der Verantwortlichkeit der Depotbank gegenüber ihrem Kunden beim Beizug eines externen Vermögensverwalters, Zurich 2002.

Dieckmann, Raimar: *Retail-Zertifikate*, Francfort 2007.

Dieckmann, Raimar: *Exchange Traded Funds*, Francfort 2008.

Emch, Urs / Renz, Hugo / Arpagaus, Reto: *Das Schweizerische Bankgeschäft*, 3^{ème} éd., Zurich 2004.

Emmenegger, Susan: *Bankorganisationsrecht als Koordinationsaufgabe*, Berne 2004.

Emmenegger, Susan: *Anlagekosten – Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung*, in: Emmenegger, Susan (éd.): *Anlagerecht*, Bâle 2007 p. 59-127.

Gutzwiller, P. Christoph: *Rechtsfragen der Vermögensverwaltung*, Zurich 2008.

Hasenböhler, Franz (éd.): *Recht der kollektiven Kapitalanlagen unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte*, Zurich 2007.

Hofstetter, Brigitte: *Interessenkonflikte im Universalbankensystem*, Berne 1999.

Hsu, Peter Ch.: *Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees*, in: *Revue de droit suisse*, supplément 45.

Lombardini, Carlo: *Droit et pratique de la gestion de fortune*, 3^{ème} éd., Bâle 2003.

Lombardini, Carlo / Macaluso, Alain: *Rétrocessions et rétributions dans le domaine bancaire*, in: *Pratique juridique actuelle* 2008 p. 180-197.

Luchsinger Gähwiler, Catrina: *Der Vertrieb von Fondsanteilen unter besonderer Berücksichtigung des Anlegerschutzes*, Zurich 2004.

Meyer, Patrick K.: *Die Regulierung des Vertriebs von strukturierten Anlageprodukten*, Zurich 2006.

Mülbert, Peter O.: *Auswirkungen der MiFID-Rechtsakte für Vertriebsvergütungen im Effektengeschäft der Kreditinstitute*, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 2008 p. 170-209.



Nobel, Peter / Stirnimann, Isabel: Zur Behandlung von Entschädigungen im Vertrieb von Anlagefonds- und strukturierten Produkten durch Banken, in: *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 2007 p. 343-356.

Nyberg, Minka N.: *Verhaltensrisiken in der Vermögensverwaltung und im Kreditgeschäft*, Berne 1998.

Roth, Monika: *Das Dreiecksverhältnis Kunde-Bank-Vermögensverwalter*, Saint-Gall 2007.

Schriber, Martina: Der Schweizer Bankensektor, in: *La Vie économique* 2007/4 p. 44-48.

Stapfer, Peter: *Anreizsysteme in der Private Banking-Kundenbeziehung*, Berne 2005.

Stöckli, Beat: *Die Organisation von Banken aus privat-, aufsichts-, straf- und standesrechtlicher Perspektive*, Zurich 2008.

Thévenoz, Luc: Le consommateur face aux rétrocessions dans la distribution des placements collectifs, in: Thévenoz, Luc / Reich, Norbert (éd.): *Droit de la consommation / Konsumentenrecht / Consumer law – Liber amicorum Bernd Stauder*, Zurich 2006 p. 511-525.

Thévenoz, Luc: Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds, in: Thévenoz, Luc / Bahar, Rashid (éd.): *Conflicts of Interest – Corporate Governance & Financial Markets*, Zurich 2007 p. 337-361.

Thévenoz, Luc / Zulauf, Urs: *BF 2007 – Réglementation et autoréglementation des banques, bourses, négociants, placements collectifs, assurances et marchés financiers*, Zurich 2007.

Tolle, Steffen / Hutter, Boris / Rüthemann, Patrik / Wohlwend, Hanspeter: *Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung*, 3^{ème} éd., Zurich 2007.

Walter, Hans Peter: Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, in: *Revue de droit suisse* 2008 p. 99-134.

Weber, Rolf H. / Iseli, Thomas: *Vertriebsträger im Finanzmarktrecht*, Zurich 2008.

Wohlmann, Herbert: Arbeitsteilung im Konzern und ihre Relevanz gegenüber Dritten, in: *Revue suisse de jurisprudence* 2008 p. 161-165.

Wyss, Alexander: *Verhaltensregeln für Effektenhändler*, thèse, Zürich 2000.

Zobl, Dieter: Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken und besonderer Berücksichtigung von Interessenkonflikten, in: Forstmoser, Peter / Tercier, Pierre / Zäch, Roger (éd.): *Innominatverträge – publication à l'occasion du 60e anniversaire de Walter R. Schlupe*, Zurich 1988 p. 319-336.



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

Zufferey, Jean-Baptiste: Conflicts of Interest with Respect to the Remuneration of Financial Intermediaries, in: Thévenoz, Luc (éd.): Aspects juridiques de la gestion de fortune, Bruxelles 1999 p. 223-238.

Zulauf, Urs / Wyss, David / Roth, Daniel: Finanzmarktenforcement, Berne 2008.

Zulauf, Urs / Zibung, Oliver: Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, in: Revue de droit suisse 2008 p. 9-40.