



Livre

2010

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Rémunération et conflits d'intérêts dans la distribution des placements collectifs de capitaux

Meregalli Do Duc, Samantha

How to cite

MEREGALLI DO DUC, Samantha. Rémunération et conflits d'intérêts dans la distribution des placements collectifs de capitaux. Genève : Schulthess, 2010. (Publications du Centre de droit bancaire et financier)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:97795>

REMERCIEMENTS

Le présent ouvrage repose sur une thèse de doctorat soutenue à l'Université de Genève en juin 2009. Sa rédaction n'aurait pas été possible sans l'aide de toutes les personnes qui m'ont entourée pendant ces années de travail et que je tiens ici à remercier vivement.

Ma reconnaissance va tout d'abord au professeur Luc Thévenoz, directeur de thèse, qui a suivi mon travail dès le début et dont les critiques et conseils avisés m'ont été très précieux. Mes remerciements vont également aux autres membres du jury, les professeurs Christian Bovet et Christine Chappuis de l'Université de Genève et la professeure Isabelle Riassetto de l'Université du Luxembourg. Grâce à leurs remarques pertinentes, j'ai pu améliorer mon travail.

Ma gratitude va aussi à tous les praticiens qui ont accepté de m'accorder de leur temps afin de répondre à mes questions. Je remercie en particulier Messieurs Romain Marti et Felix Stotz de l'ancienne Commission fédérale des banques (CFB), Messieurs Christian Schaack et Christian Schröder de la Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg (CSSF), Maître François Rayroux, associé chez Lenz & Stähelin et Maîtres Claude Kremer et Carole Schmidt, respectivement associé et collaboratrice chez Arendt & Medernach, Luxembourg. Merci au professeur Alain Hirsch, conseil chez Schellenberg Wittmer, qui m'a fait l'honneur de lire mon travail et de me faire part de ses remarques éclairées.

Un grand merci à tous mes anciens collègues et amis du Centre de droit bancaire et financier. Je pense en particulier à Alexandre Richa, Rashid Bahar, Aude Peyrot, Diana Ivosevic, Lucia Gomez Richa, Samuel Zemp, Anouchka Offenstein et Gervais Muja. Je remercie également Ariane Tschopp pour le grand travail de mise en pages.

Ma profonde gratitude va à mes parents, Anna et Pierluigi Meregalli ainsi qu'à mon frère Fabrizio et à ma sœur Pamela. Ils m'ont toujours soutenue dans ma vie tant privée que professionnelle. Sans eux rien n'aurait été possible. Je tiens aussi à remercier mes beaux-parents, Christel et Huong Do Duc dont l'appui a également été indispensable.

Ma plus grande reconnaissance s'adresse à mon époux, Kim Do Duc, tant à l'homme, pour son soutien sans faille car sans lui je n'aurais jamais abouti ce travail, qu'à l'avocat, pour les maintes relectures et les conseils prodigués lors de nos interminables discussions. Nos enfants Mathias et Nicolas ont été, et le resteront toujours, le moteur qui m'a poussée à aller de l'avant. Cet ouvrage leur est dédié.

SOMMAIRE

Remerciements	5
Introduction	9

PARTIE I

CHAMP D'ÉTUDE

Chapitre 1: Les placements collectifs de capitaux	17
Chapitre 2: Le droit suisse des placements collectifs de capitaux	25
Chapitre 3: Le droit communautaire des placements collectifs de capitaux	39
Chapitre 4: Les distributeurs et leur réseau	45
Chapitre 5: Frais et rémunérations dans les placements collectifs de capitaux	53

PARTIE II

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : CARACTÉRISATION ET IDENTIFICATION

Chapitre 6: Les conflits d'intérêts	67
Chapitre 7: Statut juridique des participants à la chaîne de distribution	73
Chapitre 8: Les relations contractuelles	97
Chapitre 9: Obligations de chaque intervenant de la chaîne de distribution	109
Chapitre 10: Statut juridique et devoirs du distributeur en droit communautaire	137
Chapitre 11: Les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	157

PARTIE III

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : COMMENT DOIVENT-ILS ÊTRE GÉRÉS ?

Chapitre 12: La réponse législative aux conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	169
Chapitre 13: La réponse du droit privé aux conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	185
Chapitre 14: Conflit d'intérêt et rétrocessions : quelle solution ?	211

Conclusion	231
Liste des abréviations	237
Bibliographie	243
Table des matières	265
Table des tableaux et ds schémas	273

INTRODUCTION

I. Le cadre général

L'investisseur est aujourd'hui confronté à des choix d'investissement de plus en plus nombreux et complexes. Certes, cette situation lui offre une grande variété d'options, chacune impliquant différents degrés de risque. Mais parallèlement, il n'a pas toujours le temps ou les compétences pour comprendre et choisir, en connaissance de cause, parmi tous les produits financiers celui qui lui convient le mieux. En effet, investir dans ces produits n'est plus nécessairement réservé aux seuls professionnels et/ou à des investisseurs avisés, car cette pratique tend à se banaliser, surtout dans les moments d'euphorie des marchés, que se soit pour des gains à court terme ou à long terme. Ils ont donc recours aux services d'intermédiaires financiers (banques, négociants en valeurs mobilières, gestionnaires de fortune indépendants, etc.).

Les relations qui se nouent entre les investisseurs et les différents intermédiaires sont très souvent imprégnées d'un devoir de fidélité (appelé aussi devoir de loyauté), déterminé par la loi ou un contrat, voire les deux. Ce devoir établit qu'une partie – l'intermédiaire – est en charge des intérêts de l'autre – l'investisseur. Le premier se voit donc dans l'obligation d'agir avant tout dans l'intérêt du second, ce qui peut engendrer un potentiel conflit d'intérêts. Toutefois, pour que ceci soit le cas, il faut encore, en plus du devoir de fidélité, la présence d'intérêts divergents. Le fait que ces deux éléments soient réunis n'est cependant pas nécessairement symptomatique d'une situation de conflit d'intérêts, car il faut encore que l'intermédiaire qui doit agir dans l'intérêt de l'investisseur privilégie son propre intérêt. Les conflits d'intérêts potentiels deviennent actuels s'ils ne sont pas gérés en faveur de l'investisseur.

Au cours de ces dernières années, les conflits d'intérêts ont suscité une certaine effervescence. Quelle en est la raison ? La réponse réside probablement dans la volonté de protection des investisseurs. En effet, celle-ci est l'un des objectifs principaux des politiques législatives dans le domaine financier, surtout s'agissant d'activités considérées à risque et encore plus en situation de crise ou lors de scandales financiers. Néanmoins, le but ne consiste pas à protéger les investisseurs des éventuelles pertes qu'ils pourraient subir, mais plutôt à garantir un système dans lequel ce risque est pris sciemment¹. De plus, si les investisseurs perdaient leur

¹ OCDE, White paper (2005), p. 138.

confiance dans le marché en pensant que leurs intérêts sont susceptibles d'être bafoués, les conséquences pourraient s'avérer très lourdes². Le respect de cet équilibre passe donc par la garantie d'une transparence accrue et par la mise en œuvre d'un traitement efficace des conflits d'intérêts.

Mais pourquoi cette question des conflits d'intérêts ne surgit-elle qu'aujourd'hui, ou dans certains cas, lorsqu'il est déjà trop tard (comme en matière d'analyse financière, où le nid de guêpes a été découvert une fois que la bulle *dot com* a explosé)? Dans le cas de la bulle *dot com*, si cette problématique des conflits d'intérêts n'a pas été détectée à temps, c'est parce qu'elle représentait un phénomène assez nouveau, datant du début des années quatre-vingt-dix. En effet, c'est à cette période que le marché s'est ouvert aux investisseurs de détail et a commencé à envahir toutes les couches sociales, jusqu'aux ménages eux-mêmes, alors qu'auparavant, il était réservé à des investisseurs professionnels qui avaient les moyens et les ressources pour les comprendre³.

II. L'objet et l'approche de la thèse

Le but de notre travail consiste à analyser les conflits d'intérêts qui naissent de la façon dont le système de distribution des placements collectifs est rémunéré. Il n'est pas anodin que nous ayons retenu les placements collectifs de capitaux comme champ d'étude. En effet, après quelques recherches, le sujet est apparu comme une évidence.

D'un côté, les placements collectifs sont une réalité avec laquelle beaucoup de monde est confronté, même les personnes qui ne sont pas des passionnés de la finance, car elles peuvent avoir investi dans ces produits, ne serait-ce que dans le cadre de leur prévoyance.

De l'autre côté, même si on peut objecter que les placements collectifs ne sont vraiment pas une nouveauté et s'il est vrai que ces produits existent depuis longtemps, au moment où nous avons commencé ce travail les règles les concernant, que ce soit directement ou indirectement, étaient en train de subir un grand bouleversement en Suisse et en Europe. En effet, d'une part la nouvelle loi sur les placements collectifs de capitaux allait entrer en vigueur et, d'autre part, la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) avait été adoptée depuis peu. Pour cette raison, nous avons voulu analyser le problème d'un point de vue suisse et communautaire.

² CROCKETT/HARRIS/MISHKIN/WHITE (2004), pp. 76-77.

³ ABEGGLEN, *Conflicts* (2007), pp. 172 et 174.

La loi sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (LPCC), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2007, a succédé à la loi sur les fonds de placement du 18 mars 1994 (LFP), qui elle-même avait déjà remplacé la précédente loi sur les fonds de placement du 1^{er} juillet 1966 (aLFP). Dès lors, même si la LPCC – objet de notre étude – est récente, il n'en demeure pas moins qu'elle est le résultat de plus de 40 ans d'expérience dans les placements collectifs. Le souci de protection de l'investisseur de la part du législateur en ressort très clairement. En effet, l'exigence du prospectus et du prospectus simplifié⁴, la distinction entre investisseurs "ordinaires" et qualifiés ainsi que le régime d'autorisation et d'approbation sont autant de prescriptions visant à protéger les investisseurs.

En droit communautaire, MiFID a bousculé le marché. Cette directive, même si elle ne concerne pas directement les fonds, a aussi pour but de rendre les marchés de détail accessibles et sûrs en renforçant la protection des investisseurs et en chargeant les intermédiaires de devoirs très poussés.

Ensuite, ce sont trois événements qui nous ont poussé à analyser plus particulièrement la problématique des conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution des fonds

Deux de ces événements concernent la Suisse : il s'agit de l'entrée en vigueur d'une directive de la Swiss funds association (SFA) en matière de transparence et d'un arrêt du Tribunal fédéral de 2006. La directive transparence prévoyait entre autre une obligation de publier les éléments composant la commission de gestion dont les rétrocessions payées pour la distribution. L'application de cette partie a toutefois été mise de côté avec l'aval de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers – FINMA (à l'époque encore la Commission fédérale des banques – CFB) et elle n'est, à ce jour, jamais entrée en vigueur. Quant à l'arrêt de notre Haute Cour, il concernait la restitution au client des rétrocessions payées à un gérant de fortune indépendant par la banque dépositaire du fait que la reddition des comptes avait fait défaut. Le Tribunal fédéral a conclu que les rétrocessions devaient être restituées, sauf en cas de consentement éclairé.

En ce qui concerne l'Union européenne, c'est à nouveau la directive MiFID qui nous a interpellé et en particulier le fait qu'elle ait instauré le principe de la *disclosure at the point of sale* en ce qui concerne les rétrocessions perçues par les intermédiaires qui y sont soumis et dont les distributeurs de fonds font partie.

Ces trois événements nous ont donc poussé à regarder de plus près la problématique des conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution de fonds car les rétrocessions sont le moyen de paiement par excellence utilisé pour sa rémunération. Vu qu'à la fois l'autorégulation, le Tribunal fédéral et le législateur s'y

⁴ Exigence introduite suite à son adoption par le droit européen. Avec la directive OPCVM IV le prospectus simplifié a été remplacé par les informations clés pour investisseurs.

sont attaqués, cela nous a poussé à nous pencher de plus près sur les enjeux et les problèmes liés.

III. Le plan

Etant donné que la question sous-jacente de notre étude se rapporte aux placements collectifs, à leur distribution et à la façon dont celle-ci est rémunérée, la première partie leur est dédiée. Nous allons d'abord faire le point, d'une manière générale, sur la structure de ces instruments financiers (chap. 1). Puis, nous allons passer en revue les droits suisse (chap. 2) et communautaire (chap. 3) les concernant. Précisons que nous n'avons aucune prétention d'exhaustivité sur le sujet, qui pourrait à lui seul faire l'objet d'une thèse. Cependant, il nous a semblé important de poser certaines bases sur lesquelles le reste du travail pouvait se construire. Nous observerons ensuite qui remplit ce rôle de distributeur et les systèmes de distribution couramment utilisés (chap. 4). Enfin, nous procéderons à une brève analyse des coûts supportés directement ou indirectement par les investisseurs de placements collectifs. Nous nous intéresserons en particulier à la rémunération des différents intervenants – dont font partie les rétrocessions payées aux distributeurs –, et nous exposerons la structure de ladite rémunération ainsi que sa provenance (chap. 5).

La deuxième partie de notre travail se focalise d'abord sur l'analyse des conflits d'intérêts en général, afin de déterminer les conditions pouvant les engendrer (chap. 6). Une fois le contour des éléments les constituant délimité, nous regarderons si on les retrouve dans la distribution de fonds. Pour ce faire, nous nous pencherons d'abord sur le droit suisse et étudierons comment la réglementation appréhende les différents intervenants à la distribution des placements collectifs (chap. 7). Nous enchaînerons alors avec l'analyse des relations contractuelles que ces derniers nouent entre eux (chap. 8). Ces éléments nous permettront de mettre en lumière les devoirs qui sont à la charge de chacune des parties et qui découlent tant de la loi que du contrat (chap. 9). Nous ferons ensuite le même travail en ce qui concerne le droit communautaire et analyserons ainsi le statut dont disposent distributeurs et promoteurs, ainsi que les devoirs qui en dérivent (chap. 9). Nous constaterons qu'un devoir de fidélité existe bel et bien dans la distribution des fonds et, après avoir identifié un intérêt divergent entre les intervenants et l'investisseur (les rétrocessions), nous chercherons quels sont les potentiels conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution (chap. 10).

La troisième partie sera consacrée à l'identification de la manière dont ces conflits potentiels devraient être gérés. Nous analyserons comment ils sont appré-

hendés par la législation suisse et communautaire (chap. 12) et, après, nous regarderons quelles sont les possibles solutions en application du droit privé (chap. 13). Nous mettrons en évidence pourquoi tant les solutions actuellement prévues par le droit public ou par le droit privé ont une portée limitée et que, de ce fait, des problèmes subsistent toujours. Pour finir, nous aborderons des esquisses de solutions qui nous semblent s'adapter au mieux au domaine en question (chap. 14).

PARTIE I

CHAMP D'ÉTUDE

La présente partie a d'abord pour sujet les placements collectifs ainsi que leur réglementation, tant au niveau de la Suisse que de l'Union européenne (UE). Nous tenterons de proposer une caractérisation, sans pour autant prétendre à l'exhaustivité, des placements collectifs de capitaux. En effet, même si notre étude ne porte pas sur le produit en tant que tel mais plus particulièrement sur les conflits d'intérêts liés à la façon dont leur distribution est rémunérée, ils représentent néanmoins l'objet de base de notre réflexion et à ce titre, il nous semble important d'en donner un aperçu. Dans un deuxième temps, nous allons regarder d'un côté les distributeurs en tant que tels et les réseaux dans lesquels les fonds sont distribués et, de l'autre, le système de rémunération et les frais.

CHAPITRE 1 : LES PLACEMENTS COLLECTIFS DE CAPITAUX

D'un point de vue économique, les placements collectifs sont une forme d'investissement financier permettant aux investisseurs privés et/ou institutionnels de mettre leurs fonds en commun (*pooling*), afin de confier leur gestion à des professionnels selon une stratégie préétablie^{1, 2}. Par rapport à un investissement direct dans des actions, obligations, biens immobiliers, etc., cette opération offre une plus grande diversification et, par voie de conséquence, une meilleure répartition des risques, une réduction des coûts opérationnels, la possibilité de recourir à une gestion professionnelle, l'accès à certains marchés et le bénéfice du cadre réglementaire propre à ce type d'investissements³.

T. Frankel en donne d'ailleurs une définition intéressante⁴ : “... *mutual funds offer standardized services to numerous investors by selling them shares in a fund that is managed by expert managers. The added benefits from these services are reduced investment risk by diversification and savings by economies of scale from large volume of assets and transactions.*”

Précisons également que le placement collectif n'est pas une création récente, puisque son origine remonte à 1849. C'est à la Suisse que l'on doit l'établissement du tout premier fonds, nommé “Société civile genevoise d'emploi de fonds”⁵. Celui-ci a par la suite fait des émules : l'année 1868 a vu la constitution d'un fonds anglais, lequel a été suivi en 1894 par un fonds américain et en 1923 par un fonds allemand⁶. Depuis, les placements collectifs ont pris une place toujours plus importante au sein des marchés financiers. Ils sont même devenus de plus en plus courants, un de leurs principaux avantages résidant dans leur

1 OCDE, WHITE PAPER (2005), p. 138.

2 La stratégie d'investissement est établie dans le contrat de fonds de placement, dans le règlement ou encore dans les statuts. Les investissements autorisés varient selon les types de fonds et selon les dispositions législatives qui sont applicables. Par exemple, les fonds OPCVM (compatibles avec la législation européenne) peuvent investir seulement dans certaines valeurs mobilières énumérées dans les directives les concernant. Par contre, à l'opposé, les *hedge funds* se caractérisent, d'une part, par une grande liberté en matière de politique d'investissement (effet de levier, possibilité de ventes à découvert, investissement du gestionnaire dans les fonds qu'il gère), et d'autre part, par une quasi-absence de législation.

3 EFAMA (2004) ; FRANKEL / KIRSCH (2005), p. 4 ; MOLONEY (2002), p. 242.

4 FRANKEL (2007), p. 371.

5 EFAMA (2004).

6 *Ibid.*

accessibilité à une large palette d'investisseurs. A l'intérieur de la zone euro, à la fin de l'année 2007, ils étaient utilisés de façon massive par les épargnants, du plus petit au plus important d'entre eux. Venaient ensuite les assurances et les fonds de pension, puis les autres intermédiaires financiers (cf. tableau ci-dessous). A la même période, les fonds représentaient d'ailleurs le troisième type d'investissement le plus employé par les ménages, après les dépôts et les assurances et fonds de pension⁷.

Tableau n° 1 : Répartition des investisseurs dans les fonds (zone euro, fin 2007)⁸

	Ménages	Assurances, fonds de pension	Autres intermédiaires financiers
Investissement en billions d'euros	1,615	1,084	715

I. Structure

Selon leur orientation, il existe deux types de placements collectifs, qui peuvent être classés de la façon suivante :

- Les placements collectifs ouverts (*open-end funds*) : ces fonds peuvent émettre constamment de nouvelles parts mais, parallèlement, ils sont toujours obligés de les racheter aux investisseurs à leur valeur nette d'inventaire – VNI⁹.
- Les placements collectifs fermés (*closed-end funds*) : ils sont normalement constitués sous la forme d'une société à capital fixe dont le nombre de parts est prédéterminé. Ces fonds ne sont pas soumis à une obligation de rachat des parts, mais les investisseurs peuvent les vendre sur le marché secondaire (bourse ou OTC, selon qu'ils sont cotés ou non)¹⁰.

En fonction des législateurs nationaux, la création de placements collectifs ouverts et/ou fermés peut être faite par différents types de structures. Une recherche, effectuée par l'Organisation de coopération et de développement économiques

⁷ EFAMA (2008), p. 23.

⁸ Source : *ibid.*, p. 22.

⁹ MÜLLER (2001), p. 31 ; pour la Suisse : art. 8 LPCC, RS 951.31. En ce qui concerne plus spécifiquement la VNI, cf. p. 56.

¹⁰ MÜLLER (2001), p. 32 ; pour la Suisse : art. 9 LPCC.

(OCDE) au sein de ses pays membres, a pu identifier principalement trois formes juridiques de placements collectifs autorisés¹¹:

1. Le contrat (*contractual form*) : dans ce cas, le fonds n'a pas de personnalité juridique. L'investisseur et la société créatrice du fonds (direction de fonds ou société de gestion) concluent un contrat selon lequel cette dernière s'engage à créer un portefeuille et à le gérer pour le premier¹². En réalité, la direction de fonds ou la société de gestion concluront un nombre indéterminé de contrats avec chaque investisseur souhaitant se porter acquéreur des parts de son fonds. Leur contenu sera toutefois toujours identique. Selon les législations, soit l'investisseur est propriétaire d'une quote-part du portefeuille, proportionnelle à son investissement, soit il est titulaire d'une créance vis-à-vis du promoteur¹³. La forme contractuelle est l'une des plus choisies par les Etats européens; certains d'ailleurs ne reconnaissent que celle-ci¹⁴. Cette structure est normalement utilisée pour des placements collectifs ouverts (mais pas nécessairement).
2. Le trust : le fonds est ici organisé sous forme de trust. Les actifs sont gérés par le *trustee* au bénéfice des investisseurs qui détiennent des "units" du trust¹⁵. Ce type de fonds est notamment utilisé dans les pays anglo-saxons¹⁶. Equivalent de la formule contractuelle appliquée en Europe continentale, il est en principe employé dans le cadre de placements collectifs ouverts.
3. La société (*corporate form*) : dans ce contexte, le fonds est une entité juridique indépendante. Les actifs sont détenus par la société d'investissement, dont les investisseurs sont les actionnaires¹⁷. Cette forme de placement collectif est la plus répandue; elle est utilisée, entre autres, dans de nombreux pays d'Europe, aux Etats-Unis et au Canada. Les fonds ainsi créés peuvent être des placements collectifs ouverts ou fermés, selon la forme sociétaire choisie. En Europe, les plus connues sont les SICAV (société d'investissement à capital variable) et les SICAF (société d'investissement à capital fixe). Les SICAV sont des sociétés anonymes dont le capital n'est pas prédéterminé. De nouvelles actions peuvent être émises continuellement, selon les exigences, et les

11 THOMPSON/CHOI (2001), p. 14; voir aussi MOLONEY (2002), p. 242.

12 Il s'avère que la gestion du portefeuille est souvent sous-traitée à un tiers.

13 Cette dernière option est celle qui a été choisie par la Suisse (cf. art. 77 al. 1 ch. a LPCC; KÜHNE/LENGAUER/AMSTUTZ/IMWINKELRIED/DÖMER (2007), p. 24).

14 Portugal, Suède, THOMPSON/CHOI (2001), p. 14.

15 EFAMA (2004); MOLONEY (2002), p. 242.

16 A Singapour et en Nouvelle-Zélande, c'est d'ailleurs la seule forme possible, THOMPSON/CHOI (2001), p. 14.

17 *Ibid.*

actionnaires ont la possibilité de revendre à la société celles qu'ils ont en leur possession. Les SICAV servent de véhicule à un placement collectif de type ouvert¹⁸. Quant aux SICAF, il s'agit également des sociétés anonymes, mais dont le capital est prédéterminé, contrairement aux précédentes. Elles servent de véhicule à un placement collectif de type fermé¹⁹.

Il convient également de noter la particularité des Etats-Unis, où le seul placement collectif admis par l'*Investment company act* de 1940 est l'*Investment company*²⁰. Celle-ci peut toutefois revêtir trois formes différentes²¹: *face-amount certificate company*²²; *unit investment trusts (UITs)*²³; et enfin *management company*²⁴. La *management company* peut à son tour se subdiviser en *open-end company* (mieux connue sous l'appellation de *mutual fund*), et *closed-end company*. La différence entre ces différents types d'*investment companies* tient au fait que ses gestionnaires possèdent ou non les pouvoirs de gérer les portefeuilles et que les investisseurs bénéficient ou non d'un droit de rachat. Typiquement, les *UITs* n'octroient aucun pouvoir de gestion du portefeuille – ou très limité – à leurs *trustees*, mais les investisseurs jouissent d'un droit de rachat. En revanche, les portefeuilles des *management companies* sont gérés par leurs *managers*, alors que dans une *open-end company*, les investisseurs disposent d'un droit de rachat, contrairement à une *closed-end company*²⁵.

Les tableaux présentés ci-dessous indiquent dans quelle mesure ces trois différentes formes légales sont utilisées dans certains pays, en Europe (tableau n° 2), plus particulièrement en Suisse (tableau n° 3) et dans certains pays hors de l'Europe (tableau n° 4). Bien que ces données datent déjà de 2004 (sauf en ce qui concerne la Suisse), il nous a semblé intéressant de voir comment l'utilisation des différentes formes légales était partagée.

18 A ce sujet : DEN OTTER (2003), p. 33 ss; en ce qui concerne la Suisse, art. 35 et ss LPCC.

19 UBS, www.ubs.com/1/f/about/bterms.html.

20 A ce sujet : FRANKEL/KIRSCH (2005), pp. 85-106; STECK (2000), pp. 49-65.

21 Section 4 *Investment company act*. FRANKEL/KIRSCH (2005), pp. 106-108.

22 Nous la mentionnons par souci d'exhaustivité, mais elle n'a pratiquement pas d'importance en pratique : STECK (2000), p. 53.

23 A ce sujet : FRANKEL/KIRSCH (2005), pp. 473-484; STECK (2000), pp. 67-69.

24 Section 5 *Investment company act*. A ce sujet : STECK (2000), pp. 70-75.

25 FRANKEL/KIRSCH (2005), pp. 106-107.

Tableau n° 2 : Formes légales autorisées en Europe (2004)²⁶

PAYS	SOCIÉTÉ	CONTRAT	TRUST
Allemagne	Investmentaktiengesellschaft	Spezialfonds Publikumsfonds	Non autorisé
Autriche	Non autorisé	Kapitalanlagefonds Spezialfonds	Non autorisé
Belgique	SICAV – SICAF	Fonds Commun de Placement (FCP) Fonds d'Épargne – Pension	Non autorisé
Danemark	Investeringsforening (UCITS) Specialforening (Non-UCITS)	Non autorisé	Non autorisé
Espagne	Sociedades de Inversión Mobiliarias de Capital Variable/ Fijo (Simcav/Simcaf)	Fondo de Inversión Mobiliaria (FIM)	Non autorisé
Finlande	Non autorisé	Sijoitusrahassto UCITS-Rahassto Erikoissijoitusrahassto	Non autorisé
France	SICAV – SICAF	Fonds Commun de Placement (FCP)	Non autorisé
Grèce	Portfolio Investment Companies	Investment (Mutual) Fund	Non autorisé
Irlande	Open Ended Investment Companies (Oeics) Investment Trust (Closed-ended)	Non autorisé	Unit trust
Italie	SICAV	Fondi Comuni di Investimento	Non autorisé
Luxembourg	SICAV – SICAF	Fonds Commun de Placement – FCP	Non autorisé
Norvège	Non autorisé	Verdipapirfond	Non autorisé
Pays-Bas	Beleggingsmaatschappij	Non autorisé	Fonds voor gemene rekening
République tchèque	Non autorisé	Otevřený podílový fond (OPF)	Non autorisé
Royaume- Uni	Open Ended Investment Companies (Oeics) Investment Trust (Closed-ended)	Non autorisé	Unit Trusts Common Investment Funds
Suède	Non autorisé	Värdepappersfonder	Non autorisé

²⁶ Source : EFAMA (2004), tableau traduit par nos soins.

Tableau n° 3 : Formes légales autorisées en Suisse avant et après réforme²⁷

Suisse Avant 01.01.07	SICAF : permise par le droit des sociétés mais non soumise à surveillance	Fonds de placement : soumis à surveillance (LFP)	Non autorisé
Suisse Après 01.01.07	SICAV – SICAF non cotées Société en commandite : soumises à surveillance (LPCC)	Fonds de placement : soumis à surveillance (LPCC)	Non autorisé

Tableau n° 4 : Formes légales autorisées hors Europe²⁸

PAYS	SOCIÉTÉ	CONTRAT	TRUST
Canada	Investment company	Non autorisé	Unit Trust
Hong-Kong Chine	Investment company	Non autorisé	Unit Trust
Japon	Investment corporation	Non autorisé	Securities Investment Trust
Etats-Unis	Management company (open-end ou closed-end)	Non autorisé	Unit Investment Trusts (UITs)

Comme nous avons pu le voir, l’expression “placement collectif” est un terme générique qui définit plusieurs véhicules différents (chacun possédant son propre nom et pouvant varier d’un pays à l’autre). Dans cette thèse, nous avons opté pour la terminologie suivante :

- “placement collectif” ou “fonds” se rapportera de manière générale aux placements collectifs de capitaux, quelle que soit leur forme ;
- “fonds de placement”, “fonds commun de placements” ou “fonds contractuel” (*commun funds*) concernera un fonds de type contractuel ;
- “*unit trust*” renverra à un fonds de type trust ;
- “direction de fonds”²⁹ sera relatif à la société qui a créé et qui gère (sauf en cas de délégation de cette tâche à un gérant de placement collectif) les fonds de placement de droit suisse ;

²⁷ Tableau adapté par nos soins.

²⁸ Source : THOMPSON / CHOI (2001), adapté et traduit par nos soins.

²⁹ Terminologie utilisée dans la LPCC (et dans la aLFP 1994, RO 1994 2523).

- “société de gestion”³⁰ se référera à la société qui a créé et qui gère (sauf en cas de délégation de cette tâche à un gérant de placement collectif) les fonds de placement en droit communautaire;
- “promoteur” (*fund’s provider*) correspondra de manière générale à la société qui a créé et qui gère (sauf en cas de délégation de cette tâche à un gérant de placement collectif) un placement collectif. Si la plupart du temps, le terme “promoteur” vise le concepteur du fonds, nous l’emploierons ici dans le sens indiqué plus haut, afin d’éviter de mentionner systématiquement les directions de fonds, les SICAV, les SICAF, les sociétés en commandite de placements collectifs (pour ce qui concerne les promoteurs suisses) et les sociétés d’investissement et de gestion (pour les promoteurs européens);
- “gérant de placements collectifs” (dans l’UE, cette tâche est souvent accomplie par la société de gestion) se rattachera à la société ou à la personne à qui le promoteur peut déléguer la tâche de gestion des actifs d’un placement collectif.

II. But de la réglementation

Les législateurs et l’industrie des fonds se sont vite rendu compte qu’afin que le secteur puisse se développer de manière optimale, il était nécessaire d’instaurer un cadre réglementaire solide qui puisse mettre en confiance les investisseurs et leur assurer une bonne protection³¹. Ceci est d’autant plus important qu’il peut s’agir de petits investisseurs n’ayant qu’une connaissance limitée du secteur de la finance et qui ne sont pas à même de se rendre compte des risques encourus.

En effet, la protection des investisseurs constitue l’un des objectifs principaux des politiques législatives liées au domaine financier. Une attention particulière doit ainsi être portée aux fonds, étant donné qu’ils font partie des activités considérées à risque. Le but n’est pas de protéger les investisseurs des éventuelles pertes qu’ils pourraient subir, mais plutôt de garantir un système dans lequel ce risque est pris sciemment³². Pour y parvenir, le meilleur moyen consiste à assurer une transparence accrue et à prévoir un traitement efficace des conflits d’intérêts qui, comme nous le verrons, sont bien présents dans ce domaine.

Depuis 1966, date de la première loi promulguée en Suisse à ce sujet, le législateur s’est attaché à protéger l’investisseur, même s’il ne l’a mentionné expressément

³⁰ Terminologie utilisé dans l’UE (Dir. OPCVM IV, JO 302/32 du 17/11/2009 qui remplace la Dir. OPCVM, JO L 375 du 31/12/1985, pp. 3-18 et Dir. services, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 20-34).

³¹ OCDE, White paper (2005), p. 137.

³² *Ibid.*, p. 138.

pour la première fois que dans la loi de 1994³³. L'étendue de cette protection a également évolué avec les différents remaniements législatifs, et si à l'origine, l'intention était de préserver les intérêts du petit épargnant, une extension a été par la suite opérée afin de tenir compte du développement des différents cercles d'investisseurs. Aujourd'hui, la loi reconnaît même le mot "investisseurs" au pluriel, ce qui lui permet de souligner cette exigence de protection des différents types d'investisseurs avec des moyens adaptés. Mais ce n'est pas la seule innovation, la loi spécifiant aussi qu'elle a pour but "... d'assurer la transparence et le bon fonctionnement du marché..."³⁴. Ce souci de transparence – qui est un but en soi mais aussi un moyen de protection – ainsi que la volonté de gérer les conflits d'intérêts deviennent dès lors deux des fils conducteurs de la législation.

Pour ce qui est de l'Union européenne, la protection des investisseurs est également un des buts spécifiques du législateur en matière de placements collectifs, même si ce dernier ne l'exprime pas aussi directement que son homologue suisse. En la matière, les directives rappellent, par le biais de leurs considérants, la nécessité de protéger les participants (de façon large) au marché³⁵. Mais c'est principalement dans les prescriptions concernant la transparence³⁶ et les obligations des différents placements collectifs que cette protection est explicitée. L'Union européenne a ainsi cherché à instaurer un cadre législatif susceptible d'assurer une protection équivalente dans tous les Etats membres.

33 Message aLFP 1966, FF1965 282 et art. 1 LFP.

34 Message LPCC, FF 2005 5993, p. 6010.

35 Cons. 1, 2, 4 dir. OPCVM ; cons. 3 et 16 dir. Services ; 7, 11, 12, 16 Dir. produits, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 35-42.

36 CONTRATTO/ERIKSSON, p. 302.

CHAPITRE 2 : LE DROIT SUISSE DES PLACEMENTS COLLECTIFS DE CAPITAUX

Le droit suisse des placements collectifs se divise en trois volets : la législation (§ I) ; la réglementation édictée par l’Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers – FINMA (§ II) ; et enfin l’autorégulation (§ III).

I. Législation

La législation consiste en premier lieu en la loi fédérale relative aux placements collectifs de capitaux (LPCC)¹ du 23 juin 2006. Cette dernière, en tant que loi-cadre, est complétée et précisée, d’une part, par l’ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006 (OPCC)², et d’autre part, par l’ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs de capitaux du 21 décembre 2006 (OPC-FINMA)³. Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2007, la LPCC a succédé à la loi sur les fonds de placement du 18 mars 1994⁴ (LFP) qui, elle-même, avait déjà remplacé l’ancienne loi sur les fonds de placement du 1^{er} juillet 1966⁵ (aLFP).

En ce qui concerne la législation applicable aux placements collectifs, il convient aussi de mentionner le droit des sociétés. En effet, comme nous le verrons ci-dessous, pour les fonds de type sociétaire, certaines dispositions des titres XXV et XXVI du Code des obligations (CO)⁶ sont applicables.

A. La LPCC et sa réforme⁷

La nécessité de la seconde révision du droit des placements collectifs devenait toujours plus pressante, car il en allait de la compétitivité de la place financière

1 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) / Legge federale sugli investimenti collettivi di capitale (LICol) ; LPCC, RS 951.31.

2 Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) / Ordinanza sugli investimenti collettivi di capitale (OICol) ; OPCC, RS 951.311.

3 Verordnung der FINMA über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV-FINMA) / Ordinanza della FINMA sugli investimenti collettivi di capitale (OICol-FINMA) ; OPC - FINMA, RS 951.312.

4 Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) / Legge federale sui fondi di investimento (LFI) ; LFP 1994, RO 1994 2523.

5 Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) / Legge federale sui fondi di investimento (LFI) ; aLFP 1966, RO 1967 125.

6 RS 220.

7 MARTENET (2007), pp. 220-223 ; SIEGEL / MAGNOLLAY (2007) ; BERTSCHINGER (2005).

suisse. Pour créer un fonds surveillé, l'unique possibilité prévue par la LFP et son ordonnance (OFP)⁸ résidait dans le fonds de type contractuel, même si le droit des sociétés autorisait l'établissement de SICAF, sous forme de sociétés anonymes généralement cotées en bourse. Ainsi, jusqu'à l'entrée en vigueur de la LPCC, les SICAF pouvaient être réglementées par le droit boursier, mais n'étaient soumises ni à la LFP, ni à la surveillance de la FINMA (à l'époque encore Commission fédérale des banques – CFB)⁹. Ces limitations représentaient un réel inconvénient pour les promoteurs suisses par rapport à leurs homologues européens, lesquels avaient déjà la possibilité de créer des fonds sous différentes formes juridiques¹⁰.

La réforme visait notamment à rétablir la compatibilité avec les normes communautaires (voire à adapter la législation suisse à celles-ci¹¹), à élargir la législation à tous les types de placements collectifs et à promouvoir la place financière suisse, tout en gardant à l'esprit l'intérêt et la protection des investisseurs¹². Le principe conducteur de la réforme a été *same business, same rules*, c'est-à-dire l'assujettissement de tous les types de placements collectifs au même cadre législatif, sans distinction de forme¹³. Par conséquent, en Suisse, la LPCC autorise aujourd'hui la création de fonds, lesquels peuvent prendre les formes suivantes : fonds de placement contractuels, SICAV, société en commandite de placements collectifs et SICAF (cf. schéma n° 1, p. 33, au sujet des différents types de placements collectifs admis en Suisse).

Une autre différence notable entre la LPCC et la LFP concerne la notion d'appel au public, laquelle n'est plus déterminante pour établir si un fonds suisse entre ou non dans le champ d'application de la loi. En effet, tous les placements collectifs suisses, quelle que soit leur forme et qu'il y ait ou non appel au public, sont désormais soumis à ladite loi et à la surveillance de la FINMA¹⁴. *De facto*, sous le régime de la LFP, même si les fonds ne devaient être autorisés qu'en cas d'appel au public, seules les directions de fonds pouvaient gérer un fonds de placement suisse. De plus, elles devaient avoir obtenu une autorisation de la FINMA (à l'époque encore CFB) pour agir en cette qualité, indépendamment du fait que le fonds géré fai-

8 Verordnung über die Anlagefonds (VFG) / Ordinanza sui fondi di investimento (OFI); OFP, RS 951.311.

9 Message LPCC, pp. 6006 et 6011.

10 *Ibid.*, p. 5994.

11 Notamment, l'art. 53 LPCC prévoit que tout fonds en valeurs mobilières doit être conforme au droit de l'UE.

12 Message LPCC, p. 5999.

13 L'idée est que les principes de base auxquels les différents types de fonds sont soumis soient les mêmes. Mais évidemment, des règles différentes sont prévues pour chaque type de fonds, afin qu'elles soient compatibles avec ses caractéristiques; *ibid.*, p. 6011.

14 Art. 2 al. 1 et art. 7 al. 1 LPCC en comparaison avec l'art. 2 al. 1 LFP.

sait appel au public¹⁵. Nous pouvons ainsi constater que le changement est plutôt formel et que la nouvelle loi a codifié la pratique déjà développée sous le régime de la LFP. En ce qui concerne les produits, cette notion d'appel au public reste encore valable par rapport à trois situations : délimiter les portefeuilles collectifs internes¹⁶ (qui sortent du champ d'application de la loi) ; décider de l'assujettissement des placements collectifs étrangers¹⁷ à la LPCC lors de la distribution en Suisse ; et établir si les produits structurés sont soumis à l'obligation de publier un prospectus simplifié^{18,19}. Pour ce qui est des intervenants, la notion d'appel au public est encore présente pour déterminer quels sont les distributeurs qui doivent demander une autorisation et qui sont ainsi soumis à la loi (cf. chapitre 7).

B. Les types de placements collectifs

1. Les placements collectifs de type ouvert

En Suisse, les fonds de placement contractuels et les SICAV sont les deux instruments qu'il est possible d'utiliser pour créer des placements collectifs de type ouvert²⁰.

Les fonds de placement contractuels²¹ sont régis par les articles 25 ss de la LPCC. Le contrat est conclu entre la direction du fonds, l'investisseur et la banque dépositaire, et il doit être approuvé par l'autorité de surveillance²². Tous les contrats fixés par les investisseurs d'un même fonds (ou d'un même compartiment) contiennent les mêmes dispositions, dont le contenu de base est dicté par l'article 26 LPCC²³. Nous pouvons notamment mentionner les règles concernant les placements, le calcul de la valeur nette d'inventaire ainsi que du prix d'émission et de rachat, ou encore le montant des rémunérations et autres frais. Contrairement à ce qui était prévu par l'ancienne LFP, il n'y a plus de règlement du fonds séparé, et les informations qui y étaient incluses se trouvent désormais directement dans le contrat²⁴. La gestion du fonds est assurée par la direction du fonds, laquelle doit notamment être une société anonyme dont le siège et

15 Cm 5 Circ.-CFB 03/1.

16 Art. 4 al. 1 lit. c LPCC.

17 Art. 2 al. 4 LPCC.

18 Art. 5 LPCC.

19 Message LPCC, p. 6016.

20 Art. 8 LPCC.

21 A ce sujet : KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), pp. 70-89.

22 Cf. art. 15 et 25 LPCC.

23 D'ailleurs la SFA propose un modèle de contrat intégré avec le prospectus qui, même s'il ne s'agit que d'une proposition, est largement utilisé par la pratique (www.sfa.ch).

24 Cf. art. 7 LFP et art. 26 LPCC.

l'administration principale sont localisés en Suisse, posséder un capital minimal s'élevant à un million de francs suisses, garantir une organisation adéquate et respecter un certain rapport entre ses fonds propres et la fortune totale du fonds²⁵.

Quant aux sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)²⁶, elles sont régies par les articles 36 ss LPCC. De plus, les règles du CO sur la société anonyme²⁷ lui sont également applicables de façon supplétive²⁸. La SICAV est une société anonyme dont le capital et les actions ne sont pas prédéterminés. Les actions émises, qui sont librement transmissibles, sont dépourvues de valeur nominale et intégralement libérées²⁹. Chacune d'entre elles confère un droit de vote³⁰. Les statuts peuvent prévoir plusieurs types d'actions, avec différents droits afférents. Cette possibilité facilite la création de compartiments multiples au sein du même fonds (fonds ombrelle)³¹. S'agissant des actionnaires, ils peuvent être scindés en deux catégories : les entrepreneurs et les investisseurs. L'actionnaire entrepreneur est celui qui constitue la SICAV, dont il fournit l'apport minimal et prend la responsabilité de la gestion³². C'est le seul actionnaire qui ait le pouvoir de décider de sa dissolution³³.

D'un côté, nous pouvons remarquer une différence fondamentale entre la SICAV et la direction de fonds, qui réside dans le but recherché. En effet, les SICAV ne peuvent poursuivre aucun autre but que "la gestion collective de capitaux"³⁴. En revanche – et ceci est également une nouveauté introduite par la LPCC –, les directions de fonds peuvent fournir des services, comme la gestion de fortune, le conseil en placement ainsi que la garde et l'administration technique de placements collectifs³⁵.

De l'autre, ces deux outils juridiques sont concernés par toute une série de dispositions communes. Ainsi, tant la direction que les SICAV ont l'obligation de choisir une banque dépositaire qui, entre autres, doit conserver la fortune collective, émettre et racheter des parts, gérer le trafic des paiements³⁶. Elles doivent aussi suivre les prescriptions de la loi en matière de placements autorisés, lesquels

25 Art. 28 et 32 LPCC et 43, 47 et 48 OPCC.

26 A ce sujet : KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), pp. 90-119.

27 Titre XXVI^e CO, RS 220.

28 Art. 37 LPCC ; Message LPCC, p. 6017.

29 Art. 40 al. 2 LPCC.

30 Art. 47 LPCC.

31 Art. 40 al. 4 et 92 LPCC.

32 Art. 41 al. 1 ; Message LPCC, p. 6018.

33 Art. 41 al. 2 LPCC.

34 Art. 36 al. 1 ch. d LPCC.

35 Art. 29 LPCC.

36 Art. 73 LPCC.

varient selon qu'il est question d'un fonds en valeurs mobilières³⁷, d'un fonds immobilier³⁸ ou encore d'un autre fonds en placements traditionnels et alternatifs³⁹. Elles doivent aussi publier un prospectus pour chaque placement collectif ouvert et le mettre à disposition (à titre gratuit) de toute personne intéressée, avant la conclusion du contrat ou de la souscription⁴⁰. La vraie nouveauté par rapport à l'ancienne LFP est liée à l'exigence, pour certains fonds – en valeurs mobilières, immobilières et les autres fonds d'investissement traditionnels – de diffuser un prospectus simplifié⁴¹. Celui-ci doit résumer les informations essentielles contenues dans le prospectus général et être compréhensible pour l'investisseur. Il doit aussi être remis gratuitement à tous les intéressés, avant la conclusion du contrat ou de la souscription. Les investisseurs ont le droit de demander, à tout moment, le rachat de leurs parts⁴² (sauf exception⁴³), dont le prix devra être évalué en se basant sur la valeur nette d'inventaire (cf. p. 56) au jour de l'évaluation, sous déduction des éventuels frais et commissions⁴⁴. Le droit de rachat peut, sous certaines conditions, être soumis à des restrictions⁴⁵ ou suspendu⁴⁶. La direction et la SICAV peuvent déléguer certaines de leurs tâches à des tiers (typiquement, les décisions en matière de placement aux gestionnaires de placements collectifs)⁴⁷.

2. Les placements collectifs de type fermé

En Suisse, la création de placements collectifs de type fermé est subordonnée à deux types d'instruments : les sociétés en commandite de placements collectifs et les SICAF. Toutes deux doivent avoir comme unique but le placement collectif⁴⁸.

37 Il s'agit d'un fonds qui investit ses avoirs dans les valeurs mobilières, conformément au droit européen, art. 53 ss LPCC.

38 Il s'agit d'un fonds qui investit ses avoirs dans les valeurs immobilières, art. 58 ss LPCC.

39 Il s'agit des fonds qui ne sont ni des fonds en valeurs mobilières ni des fonds en valeurs immobilières, art. 68 ss LPCC.

40 Art. 75 LPCC.

41 Art. 76 LPCC.

42 Art. 78 LPCC.

43 C'est le cas pour les placements contenant des placements difficilement évaluables ou négociables (art. 79 al. 1 LPCC). Dans ce cas, le règlement peut prévoir des échéances fixes, mais au moins quatre fois par année (art. 109 al. 2 OPCC). Le droit de rachat peut aussi être suspendu (art. 81 al. 1 LPCC et art. 110 OPCC). Cf. KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), p. 67.

44 Art. 80 LPCC.

45 Art. 79 LPCC.

46 Art. 81 LPCC.

47 Pour la direction : art. 31 LPCC ; pour la SICAV : la délégation doit être prévue par les statuts, art. 43 al. 2 lit. d et 51 al. 2 LPCC.

48 Art. 9 LPCC.

La société en commandite de placements collectifs⁴⁹ est régie par les articles 98 ss LPCC et par les dispositions du CO relatives à la société en commandite⁵⁰, sauf dispositions contraires de la loi⁵¹. Cette société est semblable à la *limited partnership* anglo-saxonne et elle a été autorisée pour faciliter les investissements en capital-risque (*hedge funds* et *private equity*)⁵². La LFP reconnaissait déjà la catégorie “autres fonds” (art. 35 LFP), qui permettait de créer des fonds à risques particuliers (art. 35 al. 6 LFP), c’est-à-dire des *hedge funds*, même si les possibilités étaient limitées par rapport notamment aux placements autorisés et à l’effet de levier (art. 42 ss OFP). Par contre, sous ce régime, la création de fonds en *private equity*⁵³ n’était pas permise. La société en commandite de placements collectifs est composée d’une part, d’associés indéfiniment responsables (au minimum un) – équivalent des *general partners* – qui doivent être des sociétés anonymes suisses⁵⁴; et d’autre part, d’associés commanditaires – équivalent des *limited partners* – qui doivent être des investisseurs qualifiés⁵⁵ (cf. p. 83). L’associé indéfiniment responsable est le seul responsable de la gestion, même s’il peut déléguer cette tâche à un tiers. Un contrat de société et un prospectus sont nécessaires⁵⁶.

Les sociétés d’investissement à capital fixe (SICAF)⁵⁷, pour leur part, sont régies par les articles 110 ss. LPCC et par les dispositions du CO relatives à la société anonyme, sauf dispositions contraires prévues par la loi⁵⁸. Constituées sous forme de société anonyme, les SICAF se prêtent bien à certaines stratégies d’investissement (*private equity* et placements immobiliers), pour lesquelles l’exclusion du devoir de remboursement des parts est plus avantageuse⁵⁹. Comme nous l’avons vu précédemment, la création de SICAF suisses était déjà possible avant le 1^{er} janvier 2007, même si celles-ci n’étaient pas soumises à la LFP. Pendant les années quatre-vingt-dix, elles ont même connu un certain succès. Elles ont toutefois beaucoup perdu de leur attrait, suite aux pertes importantes subies par les investisseurs, principalement en raison du manque de répartition des risques

49 A ce sujet : KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), pp. 140-162.

50 Titre XXVII^e CO.

51 Art. 99 LPCC.

52 Message LPCC, p. 6020.

53 *Ibid.*, p. 5960.

54 En dérogation à l’article 594 al. 2 CO.

55 Cette exigence a été requise car ces investisseurs connaissent (ou du moins devraient connaître) les caractéristiques (par exemple : liquidités restreintes) et les risques de ce genre de placement. Message LPCC, p. 6020.

56 Art. 102 LPCC.

57 A ce sujet : KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), pp. 163-177.

58 Art. 112 LPCC.

59 Message LPCC, p. 6023.

et d'une forte présence de capitaux de tiers. En particulier après le crash boursier de 2000, les actions des SICAF, souvent investies dans des marchés peu liquides, ont encouru d'importantes moins-values (*disagios*), correspondant à la différence entre la valeur nette d'inventaire (cf. p. 56) et le cours boursier. De plus, du fait que sous l'ancien régime, elles ne faisaient l'objet d'aucune forme de surveillance, d'importants conflits d'intérêts ont été engendrés entre la société même et ses gestionnaires de fortune, auxquels des commissions excessives avaient été versées⁶⁰. Depuis, beaucoup de SICAF ont été liquidées ou converties en fonds de placement. Une fois de plus, la nécessité d'une surveillance prudentielle s'est fait ressentir, nécessité qui a été comblée par la LPCC, en tout cas pour les SICAF qui remplissent les conditions pour y être soumises. En effet, dans la version finale de la LPCC, la distinction entre SICAF destinées au public et SICAF non destinées au public n'a pas été retenue⁶¹. En conséquence, les SICAF assujetties à la LPCC sont des sociétés anonymes non cotées à la bourse suisse, ouvertes à tous les types d'investisseurs et dont le but unique est le placement collectif⁶². Nous pouvons regretter ce choix du législateur suisse de ne pas également soumettre à surveillance les SICAF cotées en bourse, car même s'il est vrai qu'elles sont assujetties à la réglementation boursière, celle-ci ne peut pas remplacer le contrôle prudentiel exercé par la FINMA. Les SICAF soumises à la LPCC doivent établir un statut, un règlement de placement et un prospectus⁶³.

Les SICAF et les sociétés en commandite de placements collectifs accusent un important décalage en ce qui concerne leur traitement fiscal. S'agissant des SICAF, elles ne sont pas considérées comme transparentes, à l'instar des autres placements collectifs. Par conséquent, elles sont imposées comme des sociétés anonymes (ce qui entraîne une double imposition économique)⁶⁴. Ce facteur nous laisse penser qu'elles ne sont probablement pas près de voir leur situation s'améliorer⁶⁵. Pour ce qui est des sociétés en commandite de placements collectifs, le problème tient au traitement fiscal du *carried interest*, qui pourrait entraver

60 *Ibid.*

61 Dans le projet, les SICAF non destinées au public devaient s'adresser seulement aux investisseurs qualifiés ; par contre, les SICAF destinées au public devaient s'adresser à tous les types d'investisseurs mais il fallait, notamment, que les parts aient été entièrement libérées, cotées en bourse et que les investisseurs aient été informés de toute différence entre la valeur de l'action en bourse et sa valeur nette d'inventaire (art. 114 Projet-LPCC, RS 951.31).

62 Art. 110 LPCC.

63 Art. 115 al. 1 et 3 et 116 LPCC.

64 Message LPCC, p. 6026 ; WINCKLER / KNÜSEL (2008), p. 83 ; KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), N 1092.

65 D'ailleurs, au 17 avril 2010, il n'existait encore aucune SICAF approuvée par la FINMA (FINMA, Liste des fonds suisses approuvés).

leur possible développement en Suisse. L'associé indéfiniment responsable peut investir directement dans la société en commandite et de ce fait, avoir droit à une participation aux plus-values réalisées par le fonds (*carried interest*). C'est une pratique très répandue au niveau international, mais dont le traitement fiscal suscite le débat en Suisse. En effet, si les administrations fiscales estiment que le *carried interest* ne représente qu'une simple rémunération des promoteurs, il sera imposé comme un revenu. Par contre, la place financière suisse souhaiterait qu'il soit considéré comme un gain en capital qui est, quant à lui, exonéré à l'instar d'autres places financières. Pour les gérants de fonds de *private equity* et de *hedge funds*, l'attractivité de la place helvétique se verrait d'autant plus renforcée et les possibilités de réussite de la société en commandite de placements collectifs de capitaux en seraient accrues⁶⁶.

3. Les placements collectifs étrangers

Jusqu'ici, nous nous sommes penchés sur les placements collectifs suisses. Mais la loi traite aussi des placements collectifs étrangers⁶⁷ (art. 2 al. 4 et art. 119 ss LPCC), qui doivent obtenir une approbation afin d'être distribués au public en ou à partir de la Suisse⁶⁸. Afin d'obtenir ladite approbation, les placements collectifs étrangers ouverts (qui peuvent revêtir la forme contractuelle, de société ou de fortunes analogues) et fermés (qui peuvent prendre la forme de société ou de fortunes analogues)⁶⁹ doivent répondre à certaines conditions: (i) être soumis à la surveillance de l'Etat dans leur pays d'origine; (ii) respecter les dispositions de la LPCC en matière d'organisation, de droits des investisseurs et de politique de placement; et enfin, (iii) nommer un représentant de fonds étranger (qui doit être autorisé par la FINMA) ainsi qu'un service de paiement pour la distribution en Suisse⁷⁰. En conséquence, la LPCC prévoit au moins trois niveaux d'autorisation ou d'approbation: l'autorisation du fonds dans le pays

66 OBERSON (2008), OBERSON/DU PASQUIER (2007), p. 219 ss; WINCKLER/KNÜSEL (2008), p. 83 et. Au 17 avril 2010, il n'existait que huit sociétés en commandite approuvées par la FINMA (FINMA, Liste des fonds suisses approuvés).

67 A ce sujet: KÜHNE/LENGAUER/AMSTUTZ/IMWINKELRIED/DÖMER (2007), pp. 179-191.

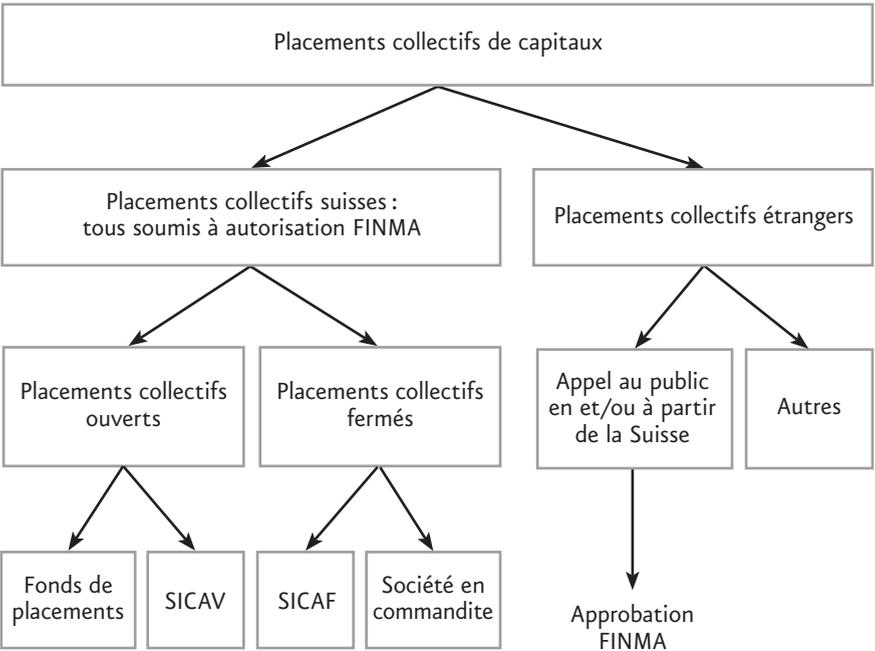
68 Art. 120 LPCC.

69 Avec le passage de la LFP à la LPCC et, en conséquence, avec l'élargissement de la palette des placements collectifs suisses autorisés, il a fallu aussi adapter les prescriptions en matière de fonds étrangers. La locution "fortunes analogues" veut englober des formes de placements collectifs qui n'existent pas en Suisse, mais qui sont prévues par d'autres législations et qui pourraient être distribuées dans notre pays (i.e. *unit trusts*).

70 Art. 120 LPCC.

d'origine⁷¹; l'approbation du fonds en Suisse⁷²; et l'autorisation du représentant en Suisse⁷³. Ce dernier représente le fonds vis-à-vis de l'autorité de surveillance en Suisse et a l'obligation de publier les documents concernant le placement collectif représenté, comme le contrat de fonds de placement ou les statuts, le prospectus et le prospectus simplifié, ou encore les rapports annuel et semestriel⁷⁴. Il assume aussi la fonction de lieu d'exécution pour les parts qui sont distribuées en Suisse⁷⁵.

Schéma n° 1 : Placements collectifs admis en Suisse



71 Art. 120 al. 2 lit. a LPCC.

72 Art. 15 al. 1 lit. e LPCC.

73 Art. 13 al. 2 lit. h LPCC.

74 Pour les informations qu'ils doivent obligatoirement contenir, art. 133 al. 2 OPCC.

75 Art. 125 LPCC.

II. Réglementation de la FINMA

Tout d'abord, nous avons vu que la FINMA a émis une ordonnance en vue de concrétiser des points techniques concernant les placements collectifs, laquelle a force de loi (OPC-FINMA), sur la base de la compétence qui lui a été déléguée par le législateur⁷⁶. Cette compétence s'accompagne aussi de celle de publier sa pratique⁷⁷, ce qu'elle met en œuvre notamment par l'intermédiaire de circulaires, rapports de gestion, bulletins, communications et *check-lists*⁷⁸. Par ce biais, la FINMA rend publique son opinion sur les comportements jugés conformes à la loi et parallèlement, aide à son interprétation⁷⁹.

Parmi les circulaires considérées comme pertinentes en matière de fonds, nous pouvons mentionner :

1. La Circulaire FINMA 08/8 – Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux du 20 novembre 2008 (qui remplace la Circ.-CFB 03/1 Appel au public / Placements collectifs du 28 mai 2003) : elle a pour but de définir l'appel au public et notamment de délimiter les cas dans lesquels un distributeur doit demander une autorisation pour exercer son activité.
2. La Circulaire FINMA 08/37 – Délégation par la direction et la SICAV du 20 novembre 2008 (qui remplace la Circ.-CFB 07/3 Délégation par la direction et la SICAV du 29 août 2007) : son objectif consiste à régler les tâches qui doivent impérativement être effectuées par la direction et la SICAV, ainsi que les conditions de délégation des tâches qui peuvent, au contraire, l'être.
3. La Circulaire FINMA 08/41 – Questions en matière d'audit du 20 novembre 2008 : elle prévoit que la FINMA énonce les conditions d'agrément des sociétés d'audit ainsi que des auditeurs responsables, se charge de la vérification du respect desdites conditions d'agrément et supervise les contrôles effectués par les sociétés d'audit dans les établissements des assujettis, au sens des lois sur les marchés financiers. La FINMA aurait dû publier des circulaires en rapport avec ces dispositions au cours de l'année 2009. D'ici là, ce sont les Circ.-CFB 05/3 Sociétés d'audit du 29 juin 2005, Circ.-CFB 07/1 Audit selon la LPCC du 27 juin 2007 et la Circ.-CFB 07/2 Rapport d'audit selon la LPCC du 27 juin 2007 qui seront applicables, pour autant qu'elles soient compatibles.

A ces circulaires spécifiques en matière de fonds s'ajoutent la Circulaire FINMA 08/10 – Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux (qui

⁷⁶ Art. 55 al. 3, 56 al. 3, 71 al. 2, 91 et 128 al. 2 LPCC.

⁷⁷ Art. 132 al. 4 LPCC.

⁷⁸ www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html.

⁷⁹ KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), pp. 13-14.

remplace la Circ.-CFB 04/2 Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux du 21 avril 2004) et la Circulaire 09/1 – Règles-cadres pour la gestion de fortune. La première comporte la liste des normes d'autorégulation, dont celles de la *Swiss Funds Association* (SFA), auxquelles les intervenants sur le marché doivent obligatoirement se conformer (cf. § suivant). La deuxième contient les règles-cadres que l'autorégulation en matière de gestion de fortune doit respecter afin d'être reconnue comme un standard minimal.

Bien entendu, d'autres circulaires de la FINMA pourraient aussi s'appliquer. Citons par exemple celles qui se rapportent au secteur bancaire ou de négoce en valeurs mobilières, lorsque par exemple le distributeur d'un fonds est une banque ou un négociant (comme la circulaire FINMA 08/38 – Règles de conduite sur le marché).

III. Autorégulation

D'une manière générale, l'autorégulation est formée de normes d'ordre privé qui concrétisent les dispositions légales⁸⁰. Ces normes peuvent être rendues obligatoires par le biais soit de la délégation consentie par le législateur à l'organisation privée qui les formule⁸¹, soit par la FINMA, qui leur confère un pouvoir normatif renforcé en y renvoyant dans un texte qu'elle édicte ou en les reconnaissant comme standards minimaux⁸² (sans pour autant leur donner un caractère étatique). Dans ce cas, la FINMA renonce, jusqu'à nouvel avis, à intervenir elle-même dans le domaine visé⁸³. Bien entendu, ces organisations sont libres d'édicter des règles sans recourir à l'intervention de l'Etat : c'est ce que l'on appelle "l'autorégulation libre"⁸⁴. Cette dernière aura toutefois des effets strictement privés.

La LPCC, quant à elle, laisse une importante marge de manœuvre à l'autorégulation. Le moyen choisi est celui de l'autorégulation reconnue comme standard minimum, et non celui de la délégation directe.

L'organisation professionnelle pour les placements collectifs se nomme la *Swiss Funds Association* (SFA)⁸⁵. Dans le cadre de l'autorégulation, celle-ci a déjà

⁸⁰ ZUFFEREY (2004), p. 589.

⁸¹ CFB, Rapport sur l'autorégulation (2007) ; ZUFFEREY (2004), p. 591.

⁸² Circ.-FINMA 08/10.

⁸³ CFB, Rapport sur l'autorégulation (2007) ; ZUFFEREY (2004), p. 592.

⁸⁴ CFB, Rapport sur l'autorégulation (2007).

⁸⁵ Organisation professionnelle fondée en 1992 qui est représentative de l'industrie suisse des fonds de placement.

édicte de nombreux documents⁸⁶. Parmi toute la réglementation de la SFA, ont été reconnues comme standard minimum par la FINMA⁸⁷:

1. Les règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds du 30 mars 2009: ces règles sont applicables aux directions de fonds, aux SICAV et aux représentants de fonds étrangers. Ce sont des normes professionnelles qui concrétisent les règles comportementales devant être suivies par les assujettis.
2. La directive pour l'évaluation de la fortune de placements collectifs de capitaux et pour le traitement d'erreurs d'évaluation pour les placements collectifs de capitaux ouverts du 20 juin 2008: elle s'applique aux directions de fonds, aux SICAV qui gèrent des fonds en valeurs mobilières et d'autres fonds en placements traditionnels et alternatifs; ainsi qu'aux SICAF, mais seulement en matière d'évaluation de la fortune des placements collectifs aux fins d'établissement des comptes. Elle concerne notamment la façon dont doivent être évalués la fortune du fonds et le mode de calcul de la valeur nette d'inventaire (cf. p. 56).
3. Les directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux du 29 mai 2008: avec leur annexe, celles-ci sont le résultat du remaniement des directives de commercialisation de fonds en vue d'une adaptation à la LPCC. Elles sont entrées en vigueur le 1^{er} juillet 2008. Elles s'appliquent aux directions de fonds, aux SICAV, aux SICAF et aux représentants de fonds étrangers (les sociétés en commandite sont exclues car, de par la loi, elles ne s'adressent pas au public mais seulement aux investisseurs qualifiés). Elles visent à compléter les dispositions des règles de conduite SFA, en ce qui concerne le volet de la distribution. Leur annexe, qui touche directement les distributeurs et qui est considérée comme faisant partie intégrante du contrat de distribution, s'applique à tous les distributeurs faisant appel au public et ayant conclu un tel contrat avec le promoteur. Le contrat modèle de distribution destiné aux directions suisses de fonds, aux sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et aux représentants de placements collectifs étrangers de capitaux en Suisse, d'une part, et aux distributeurs, d'autre part, n'est pas considéré comme un standard minimum. Par contre, le chiffre marginal 18 de la directive pour la distribution de fonds précise que "les promoteurs concluent des

⁸⁶ Pour la liste complète de l'autorégulation (libre, obligatoire et sous forme de standards minimaux) de la SFA: www.sfa.ch (sous les rubriques: règles professionnelles, recommandations, initiatives – prises de position – documents de positionnement).

⁸⁷ Circ.-FINMA 08/10. Ladite circulaire mentionne parmi ses destinataires "... les directions, les sociétés d'investissement à capital variable, les sociétés en commandite de placements collectifs, les sociétés d'investissement à capital fixe, les distributeurs, les gestionnaires de placements collectifs et les représentants de placements collectifs étrangers au sens de la loi sur les placements collectifs" (art. II).

contrats de distribution uniquement sur la base du contrat modèle de distribution de la SFA”.

4. La directive pour le calcul et la publication de performance de placements collectifs de capitaux du 16 mai 2008 : les directions de fonds, les SICAV, les SICAF et les représentants de fonds étrangers doivent publier les données concernant la performance en respectant des standards internationaux. La directive vise une mise en œuvre uniformisée de cette opération.
5. La directive pour les fonds immobiliers du 2 avril 2008 : d’un côté, elle concrétise en particulier le devoir de diligence que la direction et/ou la SICAV doivent respecter en matière de fonds immobiliers; et de l’autre, elle indique les principes de calcul de la valeur des biens.
6. La directive transparence dans les commissions de gestion du 7 juin 2005 – dir. transparence SFA : elle s’applique à tous les fonds autorisés en Suisse. Son but est de donner à l’investisseur une image objective de la commission de gestion qui est débitée sur la fortune du fonds (cf. p. 204).
7. La directive TER et PTR du 16 mai 2008⁸⁸ : elle est applicable à tous les fonds autorisés en Suisse, excepté les sociétés en commandite. Son objet consiste à expliciter la manière dont la *Total Expense Ratio* et le *Portfolio Turnover Rate* doivent être calculés, afin de garantir la meilleure transparence possible (cf. p. 55).

Les normes de la LPCC et de l’OPCC, qui donnent la compétence à la FINMA de décréter quelles règles d’autorégulation ont valeur d’exigence minimale, sont les suivantes :

- Les articles 20 al. 2 et 124 al. 2 LPCC : ils prévoient que la FINMA peut reconnaître que les règles de conduite d’une organisation professionnelle ont valeur d’exigence minimale. C’est le cas notamment pour les Règles de conduite SFA (2009) et les Directives de distribution SFA (2008). Etant donné leur mention expresse dans la loi, ces règles deviennent un des piliers de la réglementation. Cette mention est fondamentale en matière de compatibilité avec la réglementation communautaire qui a introduit, avec la directive services, l’obligation pour les Etats membres de prévoir des règles de conduite pour l’industrie des fonds⁸⁹.
- L’article 16 al. 1 lit. a OPCC : il donne à la FINMA le droit de reconnaître que des modèles – par exemple de règlement ou prospectus – sont satisfaisants au regard de ses exigences minimales. La FINMA a déjà utilisé cette prérogative dans ses Guides pratiques pour la création de fonds de placement, de SICAV et de société en commandite de placements collectifs.

⁸⁸ CFB, RG 2003, p. 83.

⁸⁹ Message LPCC, p. 5042.

- L'article 14 al. 2 LPCC et l'article 30 al. 3 OPCC : ils prévoient que la FINMA peut subordonner l'octroi des autorisations au respect de règles de conduite. Dans ses Guides pratiques pour l'autorisation des fonds de placement, SICAV, SICAF, société en commandite de placements collectifs et activité de distributeur, elle demande que lui soient données des indications quant au respect des règles de conduite considérées à son niveau comme standards minimaux.

Toutes les autres recommandations, initiatives, prises de position, ainsi que tous les documents de positionnement qui ne sont pas reconnus comme standards minimums relèvent de l'autorégulation libre.

Nous avons mentionné ici les règles de la SFA, car c'est l'organisation concernant l'industrie des fonds. Néanmoins, l'autorégulation émanant d'autres organisations telles que l'Association suisse des banquiers (ASB) est aussi applicable, dès lors qu'elle est considérée comme de l'autorégulation obligatoire par la LPCC ou l'OPCC ou reconnue par la FINMA, et qu'elle vise directement ou indirectement les placements collectifs (par exemple les Directives concernant le mandat de gestion de fortune 2010 – art. 6 al. 2 OPCC et Circ. 09/1 – et le Prospectus simplifié pour les produits structurés – art. 4 al. 3 OPCC). L'autorégulation a, d'une manière générale, été élaborée avant l'entrée en vigueur de la LPCC. Avec comme but la concrétisation de la LFP, elle a déjà, dans ses grandes lignes, fait l'objet d'une adaptation. Quant à la partie de l'autorégulation qui n'a pas encore été modifiée en vue d'un ajustement à la nouvelle législation, elle sera applicable dans la mesure où elle ne va pas à son encontre.

Dans cet exposé sur la législation suisse actuelle en matière de placements collectifs, le souci de protection de l'investisseur de la part du législateur ressort très clairement. En effet, l'exigence du prospectus et du prospectus simplifié⁹⁰, la distinction entre investisseurs "ordinaires" et qualifiés, ainsi que le régime d'autorisation et d'approbation sont autant de prescriptions visant la protection des investisseurs. Il s'agira de voir si les dispositifs mis en place sont efficaces, surtout en ce qui concerne le traitement des conflits d'intérêts.

⁹⁰ Exigence introduite suite à son adoption par le droit européen (art. 1 dir. services, qui modifie les articles 27 et 28 dir. OPCVM, même si aujourd'hui le prospectus simplifié a été remplacé par les informations clés pour les investisseurs par la directive OPCVM IV).

CHAPITRE 3 : LE DROIT COMMUNAUTAIRE DES PLACEMENTS COLLECTIFS DE CAPITAUX

I. Les directives OPCVM

La directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 sur la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) – directive OPCVM¹ –, est la base sur laquelle un marché intégré et compétitif en matière de placements collectifs se construit depuis plus de 20 ans au sein de l’Union européenne. Le but consiste, depuis le début, à promouvoir le développement de ce type de produit et à créer un environnement législatif harmonisé (en tout cas pour les OPCVM)².

Cette directive a été modifiée à plusieurs reprises, et en particulier en 2002, par deux autres directives dites “OPCVM III”. La première est la directive 2001/107/CEE concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d’introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés (dite directive services)³; la deuxième est la directive 2001/108/CEE concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) pour ce qui est des placements des OPCVM (dite directive produits)⁴. Elles visent la sécurisation de l’épargne confiée aux OPCVM et la garantie d’une protection optimale des investisseurs, d’autant plus que les placements collectifs sont souvent adressés à un investisseur qui n’est ni expert ni sophistiqué⁵. C’est pour ces raisons qu’elles ont soumis les OPCVM à un cadre réglementaire plutôt contraignant. Celui-ci prévoit notamment des obligations concernant la politique de placement, un contrôle permanent sur les OPCVM ainsi que sur les sociétés qui les gèrent, et enfin des obligations de transparence.

Le 16 juillet 2007, la Commission européenne a proposé une importante révision du cadre communautaire régissant les fonds d’investissement, c’est-à-dire notamment les directives OPCVM et OPCVM III⁶. Cette proposition visait, dans

1 Dir. OPCVM, JO L 375 du 31/12/1985 pp. 3-18.

2 COMMISSION CE, Livre vert (2005).

3 Dir. services, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 20-34.

4 Dir. produits, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 35-42.

5 MOLONEY (2002), p. 243.

6 Proposition dir. OPCVM IV.

un souci de simplification, à substituer aux directives actuelles un texte unique. L'objectif consistait à améliorer l'efficacité du cadre législatif actuellement en vigueur, par rapport à toute une série de points fondamentaux.

La directive 2009/65/CE⁷ du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) – dite directive OPCVM IV –, qui est le résultat de cette réforme, est entrée en vigueur, même si elle abrogera la vieille directive 85/611/CE seulement avec effet à partir du 1^{er} juillet 2011. Premièrement, ladite directive simplifie la procédure de notification (réduite à une communication électronique entre autorités de régulation), afin de faciliter la distribution transfrontalière des OPCVM. Deuxièmement, les investisseurs auront à leur disposition un plus grand choix de fonds et verront leurs frais de gestion diminuer, grâce d'une part à la création d'un cadre spécifique pour les fusions entre fonds d'OPCVM, et d'autre part à la possibilité d'utiliser des structures de type "maître-nourricier". La commission considère que ces dispositions généreront d'importantes réductions de frais et des économies d'échelle, lesquelles pourraient se répercuter sur les investisseurs par le biais d'un amoindrissement des frais. Troisièmement, la directive remplace le prospectus simplifié par des "informations clés pour l'investisseur", qui contiennent seulement les éléments essentiels à porter à la connaissance des investisseurs privés et ce, sous une forme claire et compréhensible. Enfin, la directive améliore la coopération entre les autorités de surveillance nationales⁸. Etant donné que, au moment où nous écrivons, ce sont encore les dispositions de la directive 85/611 qui sont applicables, nous nous référerons à celle-ci, mais en indiquant les dispositions correspondantes de la nouvelle directive OPCVM IV. Concernant notre sujet, nous relèverons aussi les changements importants effectués par ladite directive.

A. Règles applicables aux placements collectifs en tant que produit

Les directives OPCVM s'appliquent à une forme bien définie de placements collectifs. Il s'agit des placements collectifs en valeurs mobilières⁹, ouverts au public (dont les parts sont vendues à tout investisseur et non pas réservées à une catégorie particulière)¹⁰, domiciliés dans un Etat membre (où est localisé leur

7 Dir. OPCVM IV, JO L 302 du 17/11/2009, pp. 32-96.

8 STEFFEN (2008).

9 Art. 1 al. 2 et 8 et art. 19 dir. OPCVM (correspond aux art. 1 al. 2, art. 2 al. 1 lit. n et art. 50 dir. OPCVM IV).

10 Art. 1 al. 2 dir. OPCVM (correspond à l' art. 1 al. 2 dir. OPCVM IV).

siège)¹¹, de type ouvert (dont les parts sont rachetées ou remboursées à la demande des investisseurs par le fonds)¹² et dont le fonctionnement s'appuie sur le principe de la répartition des risques¹³. En ce qui concerne leur forme, la souplesse de la directive OPCVM leur permet d'opter pour celle qui leur convient le mieux : contractuelle, trust ou société¹⁴. D'une manière générale, dans les pays européens, on emploie le terme de "fonds commun de placement" pour désigner les fonds de type contractuel qui sont gérés par les sociétés de gestion ; de "unit trust", pour les fonds constitués sous forme de trust ; et de "société d'investissement", pour les fonds de type sociétaire.

Pour pouvoir exercer leur activité, les OPCVM européens, quelle que soit leur forme, doivent être agréés par les autorités de leur pays d'origine (c'est-à-dire l'Etat dans lequel la société de gestion ou la société d'investissement ont leur siège¹⁵). Pour obtenir ledit agrément, les fonds doivent présenter leur règlement ou leur statut (selon que l'on a affaire à un fonds commun de placement ou à une société d'investissement), et le choix de la banque dépositaire. Dans le cas d'un fonds commun de placement, la société de gestion qui le gère doit également être agréée¹⁶. Une fois cet agrément obtenu, ils sont détenteurs du passeport européen et peuvent être commercialisés librement dans les autres Etats membres (cf. p. 137).

En ce qui concerne la politique de placement des OPCVM, la directive produits a sensiblement élargi la gamme des placements dans lesquels les OPCVM ont le droit d'investir – la liste sous la directive 85/611/CEE étant très restreinte – et a permis une concentration majeure des risques dans certains cas¹⁷.

Quant aux placements collectifs ne faisant pas partie des OPCVM, tels les fonds de type fermé, les fonds immobiliers, les *hedge funds* ou encore les fonds réservés aux institutionnels, ils n'entrent pas dans le champ d'application de la directive. Ils sont appelés "placements collectifs non harmonisés" (non-OPCVM) et ils ne bénéficient pas du passeport européen. Pour le moment, ils ne sont pas appréhendés par la législation communautaire¹⁸ et leur traitement dépend des

11 Art. 3 dir. OPCVM (correspond à l'art. 4 dir. OPCVM IV).

12 Art. 1 al. 2 et 2 al. 1 (*a contrario*) dir. OPCVM (correspond aux art. 1 al. 2 et art. 3 dir. OPCVM IV).

13 Art. 1 al. 2 dir. OPCVM (correspond à l'art. 1 al. 2 dir. OPCVM IV). Les règles en matière de placements et de concentration des risques étaient assez strictes, mais la directive produits a changé la donne à ce sujet.

14 Art. 1 al. 3 dir. OPCVM (correspond à l'art. 1 al. 3 dir. OPCVM IV).

15 Art. 1 bis lit. 5 dir. OPCVM (correspond à l'art. 2 al. 1 lit. e dir. OPCVM IV).

16 Art. 4 al. 2 et 3 dir. OPCVM (correspond aux art. 5 al. 2 et 4 dir. OPCVM IV).

17 BAUMGARTEN / STURNY (2004), p. 524.

18 Il faut néanmoins mentionner le projet de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qui, au moment où nous rédigeons, est en discussion.

législations nationales respectives, lorsqu'elles existent¹⁹. Concernant plus particulièrement les *hedge funds*, dans un communiqué de presse du 17 décembre 2008, l'Union européenne a indiqué qu'elle lançait une consultation publique afin de décider si leur réglementation s'avérait nécessaire et, le cas échéant, de la mettre sur pied²⁰.

B. Règles applicables aux sociétés de gestion et aux sociétés d'investissement

L'exercice de l'activité des sociétés de gestion est également subordonné à l'agrément de leur Etat d'origine²¹. L'obtention de ce dernier passe par le respect de toute une série de conditions, notamment pour ce qui est du capital²². La directive services a également introduit le passeport européen (avec agrément dans le pays d'origine) pour les sociétés de gestion, afin qu'elles puissent proposer leurs services dans les autres pays de l'Union. Jusqu'ici, seul le fonds en tant que produit pouvait circuler librement. Par contre, les sociétés de gestion devaient demander un agrément pour chaque Etat dans lequel elles souhaitaient être présentes, en suivant sa propre législation²³. En réalité, en pratique, la situation n'a pas vraiment changé pour la société de gestion en dépit de l'introduction du passeport.

Pour ce qui est de l'activité des sociétés de gestion, elle consiste en la gestion des OPCVM²⁴ (qui inclut la gestion de portefeuille, l'administration et la commercialisation²⁵), mais pas seulement. En effet, la directive services a permis aux sociétés de gestion de gérer des placements collectifs non harmonisés et, sur autorisation des Etats membres, des portefeuilles d'investissement et de fournir des services auxiliaires (notamment du conseil en investissement).

En ce qui concerne les sociétés d'investissement, les Etats membres sont libres de déterminer la forme légale qu'elles peuvent revêtir. Par rapport aux sociétés de gestion, leur activité est limitée à la gestion des placements collectifs²⁶ (qui comprend la gestion de portefeuille, l'administration et la commercialisation²⁷). Pour

¹⁹ EFAMA (2004).

²⁰ Press release: La Commission lance une consultation publique sur les *hedge funds*, <http://europa.eu/rapid/pressReleases>; MARRAS (2008). Iosco c'est aussi penché sur la problématique liée à la réglementation des *hedge funds*, Iosco, www.iosco.org/news.

²¹ Art. 5 dir. OPCVM (correspond à l'art. 6 dir. OPCVM IV).

²² Art. 5 bis dir. OPCVM (correspond à l'art. 7 dir. OPCVM IV). Il est intéressant de remarquer que les conditions d'autorisation prévues par la LPCC pour les directions de fonds sont très similaires à celles-ci.

²³ MOLONEY (2002); BAUMGARTEN / STURNY (2004), p. 524.

²⁴ Art. 5 al. 2 dir. OPCVM (correspond à l'art. 6 al. 2 dir. OPCVM IV).

²⁵ Annexe II dir. OPCVM (correspond à l'annexe 2 dir. OPCVM IV).

²⁶ Art. 13 dir. OPCVM (correspond à l'art. 28 dir. OPCVM IV).

²⁷ Annexe II dir. OPCVM (correspond à l'annexe 2 dir. OPCVM IV).

pouvoir exercer leur activité, elles sont, elles aussi, tributaires de l'agrément octroyé par les autorités compétentes de l'Etat d'origine²⁸. Elles peuvent l'obtenir dès lors qu'elles ont désigné, pour la gestion des fonds, une société de gestion agréée, ou qu'elles remplissent un certain nombre de conditions, notamment pour ce qui est du capital²⁹.

La société de gestion et la société d'investissement doivent également, entre autres obligations, publier un prospectus complet et un prospectus simplifié (dans lequel doivent être indiqués les principaux renseignements relatifs au fonds) pour chaque fonds qu'elles gèrent. Ces documents ont pour but de fournir les informations nécessaires aux investisseurs afin qu'ils puissent prendre leurs décisions d'investissement en toute connaissance de cause³⁰. Avec la nouvelle directive OPCVM IV, le prospectus simplifié est remplacé par les informations clés pour investisseurs.

II. MiFID

En plus de cette réglementation propre aux placements collectifs, il nous faut également mentionner la Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID)³¹. Le fait qu'elle ait été conçue selon le processus Lamfalussy lui confère le statut de directive-cadre, à laquelle ont été ajoutées des règles d'application : la Directive 2006/73/CE portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, la définition de certains termes aux fins de ladite directive – directive d'exécution de MiFID³² –, qui nécessite une transposition nationale ; et le Règlement (CE) n° 1287/2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive – règlement d'application MiFID³³ –, à appliquer tel quel. Ces règles ont été édictées par la Commission, secondée par le *Committee of European Securities Regulators* (CESR), dont le rôle est de donner un avis technique sur les éventuelles mesures à

28 Art. 12 dir. OPCVM (correspond à l'art. 27 dir. OPCVM IV).

29 Art. 13 bis dir. OPCVM (correspond à l'art. 28 dir. OPCVM IV).

30 Art. 28 dir. OPCVM (correspond aux art. 69 et art. 78 dir. OPCVM IV).

31 MiFID, JO L 145 du 30/04/2004, pp. 1-44.

32 Directive d'exécution de MiFID, JO n° L 241 du 02/09/2006, pp. 0026-0058.

33 Règlement d'exécution de MiFID, JO n° L 241 du 02/09/2006, pp. 0001-0025.

prendre³⁴. Cette directive représente l'une des clefs de voûte du Plan d'action pour les services financiers (PASF), dont les buts sont d'instaurer un marché unique des services financiers, de rendre les marchés de détail accessibles et sûrs et de moderniser les règles prudentielles et de surveillance. Parmi les objectifs propres à MiFID, celui qui nous intéresse plus particulièrement se rapporte à l'amélioration du fonctionnement du passeport européen, à l'harmonisation des règles de conduite des prestataires de services d'investissement et au renforcement de la protection des investisseurs³⁵. Ainsi, l'Union européenne espère simplifier l'accès aux produits et services financiers, de façon à renforcer l'attractivité de la place européenne.

En réalité, MiFID concerne les entreprises d'investissement (*investment firms*) qui, grâce à l'agrément reçu dans leur Etat d'origine, peuvent exercer leur activité dans les autres Etats membres (par le biais du passeport européen). En revanche, la réforme exclut explicitement de son champ d'application les placements collectifs et leurs sociétés de gestion³⁶. Par contre, étant donné que les entreprises intéressées sont celles dont "... l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel³⁷" et que les parts de placement collectif figurent dans la liste des services et activités d'investissement qu'elle vise³⁸, la distribution et le négoce de parts de fonds par des tiers entrent dans son champ d'application. En conséquence, MiFID ne règle qu'une partie du marché des fonds, dont l'analyse est présentée au chapitre 10. Entrée en vigueur au 1^{er} novembre 2007, elle aurait dû être transposée jusqu'au 31 janvier 2007 par les différentes législations nationales.

34 GIRAUD/D'HONDT (2006), p. 17 ss.

35 DE FOURNOUX (2007), p. 41.

36 Art. 2 al. 1 lit. h MiFID.

37 Art. 4 al. 1 ch. 1 MiFID.

38 Art. 4 al. 2 et section C de l'annexe I MiFID.

CHAPITRE 4 : LES DISTRIBUTEURS ET LEURS RÉSEAUX

I. Les distributeurs

Dans le domaine des placements collectifs, les principaux acteurs sont le promoteur, la banque dépositaire (*custodian*)¹, le gérant de fonds, le distributeur de parts de fonds et les investisseurs. En ce qui concerne plus particulièrement la Suisse, il convient d'ajouter à cette liste le représentant de placements collectifs étrangers.

Chacun d'entre eux a un rôle à jouer dans la création et/ou l'acheminement du "produit" à l'investisseur. Cette deuxième mission donne à la fonction du distributeur un rôle fondamental. En effet, c'est lui qui a le contact avec les investisseurs, qui leur "vend" les parts et/ou les actions, qui peut les conseiller dans leurs décisions d'investissement ou encore qui donne plus ou moins de visibilité aux différents fonds. Il se pose en "commercial" par rapport au système et de ce fait, il est impossible de s'en passer.

Le terme "distribution" évoque immédiatement le distributeur en tant que tel. Cependant, notre but consiste ici à analyser l'ensemble de la chaîne, et pas uniquement ce maillon qui, même s'il a un rôle clef, est étroitement lié aux autres.

Le rôle de distributeur de parts de placements collectifs est dévolu à différentes catégories d'acteurs : les promoteurs eux-mêmes, les banques (dont notamment la banque dépositaire), les négociants en valeurs mobilières (*broker dealers*), les conseillers financiers indépendants, les gérants de fortune, les supermarchés de fonds, les assurances et beaucoup d'autres figures de distributeurs indépendants. En réalité, il faut nuancer cette affirmation, car tout dépend des particularités du marché sur lequel l'on se trouve. En 2003, sur la place européenne, la distribution des placements collectifs était ainsi réalisée à hauteur de 70 à 90% par les banques². Par contre, aux Etats-Unis, celles-ci couvraient moins de 20% du marché et les distributeurs principaux étaient les *broker dealers*, les assurances, les *financial advisers*, etc.³. Aujourd'hui, en Europe, de plus en plus de distributeurs indépendants, tels les conseillers indépendants (*independent financial advisers*), s'imposent sur le marché. C'est le cas en Allemagne, aux Pays-Bas ou en

1 Nous la mentionnons par souci d'exhaustivité ; mais la fonction de banque dépositaire n'est pas analysée dans le présent travail. La banque dépositaire peut procéder elle-même à la distribution des placements collectifs qu'elle a en dépôt.

2 MONTEILLARD, tableau p. 215.

3 CANTO (2001), p. 30 ; SCHULZ (2002) ; BICHSEL (2001), p. 116 ; MONTEILLARD, tableau p. 215.

Grande-Bretagne, seuls pays européens où, en ce qui concerne la distribution, ces intermédiaires s'avèrent plus actifs que les banques. De même, les supermarchés de fonds sont nettement en voie d'expansion⁴. Pour ces derniers, il n'existe pas de définition "unique"⁵. Néanmoins, leur spécificité réside dans l'important nombre de fonds proposés par différents promoteurs, ce qui offre un choix conséquent et de larges possibilités de comparaison. Les supermarchés sont généralement présents sur Internet, en raison de la quantité d'informations diffusées qui, dans un autre espace, seraient difficilement gérables⁶. En réalité, il ne s'agit pas d'une catégorie particulière de distributeurs, mais simplement d'un distributeur indépendant qui utilise les outils technologiques modernes. Un autre type de distributeur qui mérite d'être mentionné est l'*assembler*, qui crée son propre produit en investissant dans des fonds tiers au lieu de les "distribuer", au sens strict du terme. Ce rôle est souvent rempli par des assurances (qui notamment créent des assurances-vie liées à des placements collectifs)⁷.

II. Les réseaux de distribution en Europe

Nous avons vu qu'il existe une nette juxtaposition entre les banques et les distributeurs indépendants. Ce constat nous amène à la problématique qui, aujourd'hui, est au cœur de l'actualité : les systèmes d'architecture ouverte et d'architecture fermée.

Dans l'architecture fermée, le producteur d'un produit financier (dans notre cas un placement collectif) et son distributeur coïncident, ou du moins font partie du même groupe⁸. Cela signifie que les distributeurs vendent à leurs clients uniquement leurs "produits maison". Par contre, nous sommes en présence d'un mode d'architecture ouverte lorsque les distributeurs vendent des produits provenant de différents promoteurs (éventuellement en complément de leurs propres produits)⁹. En Europe, ce dernier système n'en est encore qu'à ses balbutiements,

4 PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), p. 11.

5 Une définition par critères est donnée par Datamonitor (*provider of online data*), qui caractérise un supermarché de fonds par (sur, HAESEBROUCK (2002), p. 30 :

- Proposition d'au moins 400 fonds de plus de 30 promoteurs.
- Permission de l'investissement direct.
- Mise à disposition d'outils de comparaison des performances, des notations et des coûts des différents fonds.

6 *Ibid.*

7 PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), p. 12 ; sur le sujet : cf. TF, 2A.281/2006 du 22 février 2007.

8 NAHUM (2002).

puisque environ 80% des distributeurs travaillent en architecture fermée ou presque. En effet, selon la Commission européenne, 46% des distributeurs de fonds de placement n'offrent aucun fonds tiers et 33% se contentent d'en proposer moins de cinq¹⁰.

Historiquement, les banques suivent un système d'architecture fermée, car entre leurs activités de *retail* et de *private banking*, elles sont les propriétaires d'un réseau de distribution considérable leur permettant d'écouler leurs produits. Par contre, les distributeurs indépendants utilisent un système d'architecture ouverte, où ils vendent les produits de plusieurs "marques" différentes. Pourtant, depuis quelques années, les banques se mettent aussi à ouvrir, de manière progressive, leur réseau aux fonds tiers. Selon un sondage réalisé par *PriceWaterhouse-Coopers*, cette décision est liée à quatre raisons principales: i) la demande des investisseurs¹¹; ii) le pouvoir d'offrir ce qu'il y a de mieux sur le marché; iii) la possibilité de compléter ainsi la gamme de produits déjà proposés¹²; et iv) le fait de disposer d'un assortiment plus important¹³. Le passage se fait plutôt graduellement. A l'origine, les banques ont commencé à offrir des fonds tiers à leur clientèle privée (plus exigeante), avant de créer leurs propres fonds de fonds investissant dans des fonds tiers. Par contre, l'ouverture de leur réseau *retail* semble plus délicate, et il est difficile de savoir si celle-ci aboutira et si oui, à quel moment¹⁴.

En Allemagne, les importants groupes bancaires ne distribuent pas de fonds tiers, si ce n'est dans le cadre du *private banking* ou sous forme de fonds de fonds. En même temps, les conseillers indépendants prennent de plus en plus d'importance. En ce qui concerne l'Italie, le marché est peut-être un des plus ouverts, d'une part parce que les banques sont par tradition des banques régionales dont la palette de produits spécifiques n'est pas très large, et d'autre part parce que les conseillers indépendants – *consulenti finanziari*¹⁵ – sont bien établis. Quant à la France, le marché est décidément fermé et dominé par les banques. La situation est semblable en Hollande et en Belgique, même s'il y a plus de signes d'ouverture¹⁶.

9 *Ibid.*

10 COMMISSION CE, Livre vert (2005), p. 10.

11 Cf. PAPINEAU (2002) et BROCK / KNACKE (2002).

12 Surtout pour les établissements de taille moyenne.

13 PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), p. 13.

14 *Ibid.*, p. 14.

15 Il s'agit d'une figure qui se développe de plus en plus en Italie. Il est indépendant et il n'est pas lié par un contrat de mandat aux banques dont il vend les produits (à la différence du *promotore finanziario*); MUSCO, p. 2.

16 PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), p. 16.

III. Le réseau de distribution en Suisse

En Suisse, le marché de la distribution des placements collectifs reste relativement fermé au niveau du *retail* et dominé par les banques¹⁷, suivies par les gestionnaires de fortune, les négociants en valeurs mobilières et les autres distributeurs indépendants.

L'on parle ici d'un marché très important. Par exemple, au 17 avril 2010, il comptait 1372 fonds suisses et 5365 fonds étrangers, lesquels avaient obtenu une autorisation de distribution par la FINMA¹⁸. En 2007, la Suisse occupait la cinquième place dans le classement européen des distributeurs de fonds¹⁹. A ce propos, une remarque préliminaire s'impose: d'un côté, nous avons vu qu'en Suisse, la distribution de parts de placements collectifs est plutôt fermée (chacun vend ses propres produits) et supervisée par les banques. De l'autre côté, nous avons constaté qu'il y a nettement plus de fonds étrangers que suisses. Ce décalage ne pose-t-il pas un problème de compatibilité? Il y a deux explications à cette disproportion entre le nombre de fonds suisses et étrangers. L'une, historique, se justifie par le fait que sous l'empire de la LFP, il n'était possible de créer que des fonds contractuels et, grâce au droit des sociétés, des SICAF (cf. p. 35). Par contre, l'on pouvait distribuer des fonds étrangers constitués sous des formes différentes²⁰. Les promoteurs suisses (souvent des banques) ont donc instauré, par le biais des sociétés étrangères de leur groupe, d'autres types de fonds qu'ils distribuent désormais en Suisse en tant que fonds étrangers autorisés (la banque suisse jouant le rôle de représentant de fonds étrangers)²¹. La plupart de ces fonds sont incorporés au Luxembourg. L'autre raison tient à l'importance du marché lié à la gestion de fortune internationale en Suisse. Celui-ci est très influent et aussi très exigeant: ses investisseurs requièrent une palette de produits très large et sa portée va bien au-delà des frontières nationales. En plus, il s'agit très souvent d'une clientèle européenne, pour qui la notion d'OPCVM est familière et dont le souhait est naturellement d'investir dans ce type de fonds.

17 BICHSEL (2001), p. 115.

18 FINMA, Liste des fonds suisses approuvés et FINMA, Liste des fonds étrangers dont la distribution est autorisée en Suisse.

19 CFB, RG 2007, p. 124 ss.

20 A ce propos, MÜLLER (2001), p. 125 ss.

21 Voir: FINMA, Liste des fonds étrangers dont la distribution est autorisée en Suisse.

A. Les banques²²

Ce sont les banques universelles qui font figure de championnes de la distribution de fonds, en particulier de leurs propres fonds, car elles travaillent *de facto* principalement en architecture fermée (cette affirmation se fonde sur un constat de la FINMA : même pour les banques qui déclarent travailler en architecture ouverte, la majorité des produits vendus sont leurs propres produits²³). En effet, ce système permet à ces banques, qui créent leurs propres fonds par le biais de directions ou de sociétés leur appartenant, de profiter de leurs réseaux de filiales et succursales très développés, pour ensuite les distribuer à leur clientèle²⁴. Quant à l'activité de *private banking*, l'on peut remarquer davantage d'ouverture²⁵, justement en raison du fait que cette clientèle est d'un côté plus internationale – et en conséquence familiarisée avec des fonds provenant d'autres pays – et de l'autre plus sophistiquée et ne se contentant pas d'un choix restreint.

Une recherche empirique sur les sites Internet de deux grandes banques et de quelques banquiers privés nous a permis de voir qu'effectivement, l'accent est mis principalement, voire exclusivement, sur les “fonds maison”. Une seule banque propose une méthode de comparaison aisée entre les fonds provenant de différents promoteurs. Une autre indique clairement qu'elle travaille en architecture ouverte, mais l'accès à des informations sur les autres fonds existants n'est pas autorisé, du moins par le biais du site. Quant aux autres, elles ne consentent à dévoiler des renseignements que par rapport à leurs propres fonds, et ne donnent aucune indication sur la possibilité d'investir dans des fonds tiers.

Au schéma prééminent que nous venons de mentionner (selon lequel les banques produisent et distribuent elles-mêmes leurs produits) peuvent s'en ajouter quelques autres. Par exemple, les banques peuvent produire elles-mêmes leurs fonds, tout en confiant leur distribution à des tiers ; ou encore, elles peuvent être tout simplement sollicitées par des tiers afin de distribuer leurs produits²⁶.

22 Nous ne nous penchons pas sur la définition de banque, pour laquelle nous renvoyons à la réglementation (loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne – LB – du 08.11.1934, RS 952.0 et en particulier à son art. 2 et l'ordonnance fédérale sur les banques et les caisses d'épargne d'épargne – OB – du 17.05.1972, RS 952.02) et à l'abondante doctrine en la matière, notamment : LOMBARDINI (2008), p. 1 ss ; ZOBL/KRAMER (2004), pp. 219-274 ; EMCH/RENZ/ARPAUGUS (2004), p. 2 ss.

23 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 36.

24 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 46.

25 BICHSEL (2001), p. 115.

26 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 22.

B. Les négociants en valeurs mobilières

Les négociants en valeurs mobilières sont définis par l'article 2 lit. d de la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM)²⁷. Il les caractérise comme "toute personne physique ou morale ou société de personnes qui, pour son compte, en vue d'une revente à court terme, ou pour le compte de tiers, achète et vend à titre professionnel des valeurs mobilières sur le marché secondaire, qui les offre au public sur le marché primaire ou qui crée elle-même et offre au public des dérivés". Cette définition, peu claire, est complétée et surtout élucidée par l'article 3 de l'ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (OBVM)²⁸ et par la circulaire FINMA 08/5 "Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières" (qui remplace la Circ.-CFB 98/2 Négociant du 1^{er} juillet 1998).

Parmi toutes les catégories de négociants (négociants pour propre compte, maisons d'émission, fournisseurs de dérivés, teneurs de marché et négociants pour compte de clients)²⁹, nous nous intéresserons plus particulièrement, dans le cadre de notre recherche, à la dernière : le négociant pour compte de clients³⁰. C'est en effet ce type de négociant qui est susceptible de distribuer des parts de placements collectifs à ses clients, surtout dans le contexte de son activité de gestion de fortune (on remarquera au passage que les négociants qui ne sont pas gestionnaires indépendants sont au bénéfice d'une autorisation en tant que banques³¹).

Les négociants pour compte de clients agissent à titre professionnel en leur propre nom et pour le compte de clients, et ils tiennent des comptes au profit des clients – auprès d'eux-mêmes ou de tiers – servant à exécuter des transactions sur valeurs mobilières, ou ils conservent ces dernières en leur nom – auprès d'eux-mêmes ou de tiers³². "En leur nom et pour le compte de client" signifie que les négociants agissent en leur nom vis-à-vis des tiers mais que c'est le client qui supporte le risque économique³³. Le terme "valeurs mobilières" inclut les papiers-valeurs, les droits-valeurs et les dérivés. Les parts de fonds peuvent être considérées comme des valeurs mobilières³⁴. "A titre professionnel" signifie que les négociants exercent dans le but de générer des revenus réguliers dans le cadre de leur

27 LBVM, RS 954.1.

28 OBVM, RS 954.11.

29 Art. 3 OBVM.

30 Art. 3 al. 5 OBVM et Circ.-FINMA 08/5, cm 50 ss.

31 CFB, RG 2007, p. 83.

32 Art. 3 al. 5 OBVM et cm 46 et ss Circ.-FINMA 08/05.

33 Cm 50 Circ.-FINMA 08/05.

34 ZöBL/KRAMER (2004), p. 205; ZK-ZöBL, 2a BEHG, N 21; Kommentar-KÜNC/HUBER/KUSTER, 2 BEHG, N 5.

activité économique indépendante, et ce pour plus de 20 personnes³⁵. En résumé, les négociants en valeurs mobilières peuvent acheter et/ou vendre des parts de fonds pour leurs clients et il s'agit généralement de placements collectifs de tiers.

Nous ne nous pencherons pas davantage sur la définition de cet acteur, au sujet duquel nous renvoyons le lecteur à l'abondante doctrine³⁶.

C. Les gérants de fortune

Le gérant de fortune, qui bénéficie d'un contrat de gestion de fortune, investit les actifs qu'il gère selon sa libre appréciation mais en accord, toutefois, avec le profil d'investissement choisi par son client³⁷. Par conséquent, il est un distributeur idéal de placements collectifs, qu'il peut placer dans les portefeuilles de ses clients dès lors qu'ils correspondent à leurs exigences. Il peut aussi exercer une activité de conseil en placements, par le biais de laquelle il informe et oriente ses clients dans le choix de tel ou tel investissement. Par contre, ces derniers prennent eux-mêmes la décision finale³⁸. La gestion de fortune est, par définition, réservée à des clients fortunés, tandis que le conseil en placements est plutôt destiné aux petits et moyens clients³⁹.

Ces deux activités peuvent être déployées et par des gérants indépendants, et par des gérants internes aux banques. Les premiers travaillent en architecture ouverte, même s'ils peuvent aussi créer leur propre fonds (par le biais d'une société qui remplira le rôle soit de direction, soit de SICAV, SICAF ou société en commandite de placement), dans lequel ils investissent les avoirs de leurs clients. En ce qui concerne plus particulièrement la seconde catégorie, nous renvoyons le lecteur à ce que nous avons dit précédemment, à propos de la distribution par les banques (cf. § A).

Il faut encore distinguer les gestionnaires de placements collectifs, qui administrent les actifs des fonds et qui, à moins de gérer les actifs de leur propre fonds, n'ont pas de contacts avec les investisseurs. Pour cette raison, ils n'entrent pas dans le cadre de notre étude.

35 BaKo-HUBER, 2 lit. d BEHG, N 21-23 ; Cm 11-13 et 48-59 Circ.-FINMA 08/5.

36 BaKo-HUBER, 2 lit. d BEHG ; ZOBL/KRAMER (2004), pp. 275-300 ; Kommentar-KÜNG/HUBER/KUSTER, 2 BEHG ; Circ.-FINMA 08/05.

37 Sur la gestion de fortune : CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 28 s. ; LOMBARDINI (2008), pp. 801-824 ; BRETTON-CHEVALLIER (2002) ; ROTH (2007).

38 Celle des conseillers financiers est une activité qui peut être déployée pas seulement par les gérants de fortune ; mais nous les traiterons néanmoins toujours ensemble, à cause de leurs affinités et similitudes. Sur le conseil en placement : CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 31 ; LOMBARDINI (2008), pp. 789-799.

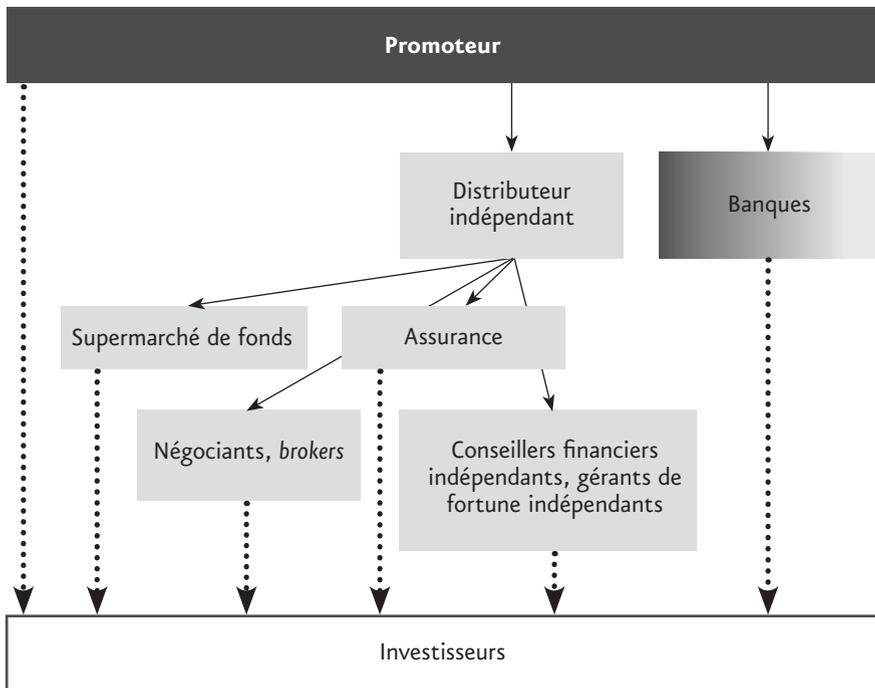
39 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 31.

D. Autres distributeurs indépendants

Par distributeurs indépendants, nous entendons tous ceux qui déploient leur activité en architecture ouverte – en tout cas potentiellement – et qui, en conséquence, ne sont pas rattachés à une banque ou à un promoteur en particulier.

Naturellement, les gérants de fortune indépendants et les négociants en valeurs mobilières peuvent aussi être considérés comme des distributeurs indépendants. A ceux-ci peuvent être rajoutés par exemple les conseillers financiers et les supermarchés de fonds. En réalité, les distributeurs indépendants en tant que tels n'ont pas de statut spécifique, à part celui de distributeur de fonds. De ce fait, dans le cadre de notre travail, ils ne seront pas analysés comme une catégorie à part.

Schéma n° 2 : Architecture ouverte et fermée



- Architecture fermée
- Architecture ouverte
- Distribution à l'investisseur

CHAPITRE 5 : FRAIS ET RÉMUNÉRATIONS DANS LES PLACEMENTS COLLECTIFS DE CAPITAUX

Les fonds et leur système de distribution ont naturellement un coût de fonctionnement. Celui-ci est répercuté sur les actifs du fonds et exprimé par les frais. Il en découle que ces derniers ont un impact direct sur la valeur des parts ou des actions.

I. Les frais

Mondialement, l'industrie des fonds est en pleine croissance. En Europe, cette constatation est mise en évidence par le nombre de fonds, alors qu'aux USA, elle est soulignée par la taille de ces derniers. Et ces deux chiffres ne cessent d'augmenter¹.

Tableau n° 5² : Répartition des actifs et du nombre de fonds

	USA	EUROPE	AUTRES
% actifs sous gestion au niveau mondial	47,3%	33,5%	19,2%
% nombre de fonds au niveau mondial	11,8%	52,7%	35,5%

Théoriquement, la multiplicité des fonds devrait générer une forte concurrence entre ces différents produits; de même, leurs tailles très importantes devraient engendrer des économies d'échelle, avec pour conséquence, dans les deux hypothèses, une diminution des frais³. En réalité, aujourd'hui, l'on parle plutôt de leurs montants qui sont de plus en plus élevés. Les frais ne devraient pas constituer un prélèvement excessif sur la performance tout en représentant une rémunération garantissant un niveau de service élevé⁴. L'idéal serait de constamment maintenir un équilibre entre ces deux variables. Quoi qu'il en soit, ces frais sont à

1 Pour une comparaison des frais des fond européens et américains: EFAMA, Statistical Release (2008), p. 6 et Table S6; FUNDINDUSTRY (26 septembre 2005).

2 Tableau créé par nos soins, source: EFAMA, Statistical Release (2008), p. 6 et Table S6.

3 THÉVENOZ (2007), p. 342.

4 AMF (2002), p. 13.

la charge de l'investisseur, soit directement, soit par imputation sur la valeur nette d'inventaire (cf. § II).

Tableau n° 6 : Frais imputés sur la valeur nette d'inventaire⁵

Commission de gestion ou frais de gestion ou <i>management fees</i>	La commission de gestion est payée régulièrement (annuellement, trimestriellement...) et à échéance fixe, en déduction de la VNI, comme prévu par le règlement du fonds et, en conséquence, supportée par tous les investisseurs ⁶ . Le but de la commission de gestion est de couvrir les coûts du fonds liés à son administration et sa distribution ⁷ . Elle est calculée en pourcentage de la masse sous gestion et, selon la FINMA, elle peut aller jusqu'à 3% du patrimoine net du fonds (elle varie selon la complexité du fonds et le type de placement) ⁸ . Sur certains prospectus, nous avons vu qu'elle peut même aller au maximum jusqu'à 5%. En ce qui concerne le volet "administration", les <i>managements fees</i> couvrent : <ul style="list-style-type: none"> – La comptabilité. – La conservation des actifs (par exemple droit de garde) et le dépositaire. (La commission de la banque dépositaire peut aussi être prélevée séparément de la commission de gestion. Elle se calcule en "pour mille" des actifs nets du fonds⁹). – L'audit externe. – Le service financier. – La publicité. – L'élaboration et l'impression des documents d'information. – La publicité légale.
Frais de transaction ¹⁰	Frais liés à la gestion courante du fonds : commissions de courtage, taxes, émoluments, droits de mutation dans les fonds immobiliers, etc.
Frais indirects	Frais supportés dans les fonds de fonds au titre des fonds acquis en portefeuille et qui sont donc directement pris en compte dans la VNI de ces derniers.
All-in-fee	Taxe unique et forfaitaire qui est prélevée à la place des différents frais susmentionnés ¹¹ .

5 Source : *ibid.*, p. 15, tableau adapté par nos soins.

6 THÉVENOZ (2007), p. 342.

7 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

8 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), pp. 51-52.

9 *Ibid.*, p. 52; SFA/SWX, p. 7.

10 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), pp. 52-53.

11 SFA/SWX, p. 8.

Tableau n° 7 : Frais imputés directement à l'investisseur¹²

Commission d'entrée ou de souscription ou d'émission	Cette commission est payée par l'investisseur une seule fois lors de son investissement, et elle est calculée en pourcentage de celui-ci ¹³ . En pratique, elle varie entre 0,5% et 1,5% ¹⁴ . Les buts remplis par le paiement de cette commission sont : <ul style="list-style-type: none"> – Le financement des coûts d'investissement, de constitution du portefeuille et de désinvestissement. – La rémunération du réseau de distribution.
Commission de sortie ou de rachat	Cette commission est payée par l'investisseur une seule fois lors de son désinvestissement, et elle est calculée en pourcentage de celui-ci. Généralement, elle est comprise entre 0,5% et 1,5% ¹⁵ . Les buts remplis par le paiement de cette commission sont : <ul style="list-style-type: none"> – Le financement des coûts d'investissement, de constitution du portefeuille et de désinvestissement. – La rémunération du réseau de distribution.

Pour comprendre les modalités de calcul des frais d'un fonds, les investisseurs et les analystes s'appuient principalement sur la comparaison entre son *Total expense ratio (TER)* et celui d'autres fonds, ou encore sur son évolution dans le temps. Le TER, qui est l'indicateur de coûts d'un fonds, est calculé, sous forme de pourcentage, en divisant les frais totaux du fonds par ses actifs nets¹⁶. Il indique dans quelle mesure les commissions et les frais représentent le patrimoine d'un fonds¹⁷. En Suisse, le calcul de ce ratio fait l'objet d'une directive de la SFA¹⁸. Un autre indicateur très important est le *Portfolio Turnover Rate (PTR)*, qui fournit des précisions aux investisseurs quant au taux de rotation du portefeuille.

Nous nous sommes intéressés aux coûts liés à un fonds car ils affectent directement sa performance. Pour cette raison, c'est à notre avis un élément primordial, lequel devrait être déterminant dans le choix d'un investissement¹⁹. En réalité, les investisseurs ne se rendent pas toujours compte de son impact ; à tel point qu'une enquête de Forbes, menée en 2002, a même révélé que ces derniers pensaient que plus les frais étaient élevés, meilleure serait la performance²⁰. Pour

12 Source : AMF (2002), p. 15, tableau adapté par nos soins.

13 THÉVENOZ (2007), pp. 341-342.

14 CFB, Rapport conflits d'intérêts (août 2008), p. 52.

15 *Ibid.*

16 SEC, Report.

17 CFB, RG 2003, p. 83.

18 Cf. p. 37.

19 THÉVENOZ (2007), p. 341.

20 COX/PAYNE (2005), pp. 908 et 909.

se faire une idée de leur influence, il suffit d'indiquer qu'une augmentation de 1% des frais annuels du fonds implique une réduction de 18% du placement pour un investisseur au bout de 20 ans²¹.

II. La valeur nette d'inventaire

La valeur nette d'inventaire (VNI) ou *net asset value* (NAV) représente la valeur vénale des placements d'un fonds, déduction faite des frais et après division par le nombre de parts ou d'actions en circulation. Elle sert de base au calcul du prix d'émission et/ou de rachat. En ce qui concerne le droit de rachat, il existe naturellement une différence dès lors que l'on est en présence de placements collectifs ouverts ou fermés. En effet, pour ces derniers, l'investisseur n'a aucun droit direct ou indirect de se faire rembourser, à la charge de la fortune collective, sa part à la valeur nette d'inventaire²².

En ce qui concerne la Suisse, la notion de "valeur d'inventaire", telle qu'elle était prévue dans l'ancienne ordonnance (art. 63 OFP), a été remplacée par celle de "valeur nette d'inventaire". La raison tient d'une part à un souci d'harmonisation linguistique avec l'étranger (*net asset value*), et d'autre part à la volonté de préciser qu'elle correspond à la valeur vénale "nette" de frais²³. Les principes applicables au calcul et à l'évaluation de la valeur nette d'inventaire doivent être établis dans le rapport annuel²⁴, de façon à ce que l'investisseur dispose de tous les éléments lui permettant de comprendre son mode de calcul. Le prospectus doit aussi indiquer la méthode et la fréquence du calcul du prix d'émission et de rachat des parts²⁵.

III. Rémunérations

Dans les paragraphes précédents, lors de l'analyse des frais à la charge des fonds, nous avons vu que la rémunération de certains intervenants est incluse dans ces derniers. Dès lors, nous nous proposons d'examiner plus en détail la rémunération des intervenants à la chaîne de distribution, afin de comprendre comment

21 Sec, Report.

22 Pour ce qui de la Suisse : art. 9 LPCC.

23 Message LPCC, p. 45.

24 Art. 89 al. 1 lit. d LPCC, applicable aussi aux SICAF (art. 108 al. 1 et 117 LPCC).

25 Art. 1.8 Annexe I OPCC.

elle se compose et quelles sont ses différentes sources, ce qui nous permettra d'appréhender son impact sur les frais supportés par les fonds.

A. Rémunération du distributeur

La rémunération du distributeur est payée par le client, directement (sous la forme d'honoraires ou de commission), et/ou indirectement (sous la forme de rétrocessions). Par rapport à cette deuxième hypothèse, c'est le promoteur qui paye le distributeur, du moins dans les faits ; mais en réalité, la rémunération est répercutée sur le client qui, en fin de compte, la supporte entièrement.

1. Honoraires

D'une façon générale, les honoraires sont la rémunération payée directement par un client à son intermédiaire financier, en contrepartie d'une prestation effectuée par ce dernier²⁶. Par exemple, ce type de rémunération est très courant, voire normal, dans la gestion de fortune²⁷ (indépendamment du fait que le contrat de gestion soit conclu avec un gérant indépendant, une banque ou encore un négociant). Les honoraires correspondent usuellement à un pourcentage des actifs sous gestion ou de la performance, ou encore à un système mixte (ils sont calculés proportionnellement à la valeur totale des actifs sous gestion et au gain réalisé)²⁸. Leur paiement dépend du contrat conclu entre les parties. En conséquence, en ce qui concerne plus spécifiquement le distributeur de fonds, leur paiement dépendra de ce qui est prévu dans le contrat qu'il aura conclu avec l'investisseur, s'il y en a un.

Comme nous l'avons vu, le rôle du distributeur peut être rempli par les banques, les négociants en valeurs mobilières, les conseillers financiers indépendants, les gérants de fortune, les supermarchés de fonds, les assurances – et tout autre type de distributeur indépendant. Selon la catégorie de distributeur, le paiement d'honoraires peut être plus ou moins d'usage. D'une manière générale, nous pouvons constater que si les distributeurs-gérants de fortune perçoivent des honoraires, par contre, ce genre de rémunération n'est pas habituel chez les autres distributeurs²⁹. Ceci est d'autant plus vrai que certains d'entre eux ne sont même pas liés par une relation contractuelle avec leur client (cf. p. 102). Mais bien que le

²⁶ BIZZOZERO (1992), p. 154.

²⁷ Sur le caractère onéreux ou gratuit du contrat de gestion : *ibid.*, p. 155.

²⁸ Voir : EMCH / RENZ / ARPAGAU (2004), N 1496 ss et 1690 ; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 108.

²⁹ THÉVENOZ (2007), p. 341.

paiement d'honoraires ne soit pas une pratique courante dans cette branche, elle reste tout à fait possible et envisageable par les parties.

Tableau n° 8 : Paiement d'honoraires

Type de distributeur	Honoraires
Gestionnaire de fortune indépendant	OUI
Banque avec mandat de gestion	OUI
Banque sans mandat de gestion	NON
Négociant en valeurs mobilières avec mandat de gestion	OUI
Négociant en valeurs mobilières sans mandat de gestion	NON
Autre distributeur indépendant	NON

2. Droits de garde et commissions

Les droits de garde (payés généralement à une banque) sont versés par le client à son dépositaire pour le simple fait de posséder un compte.

Les commissions, quant à elles, sont payées par le client pour toute transaction exécutée pour son compte au titre d'un contrat de commission (celui-ci, comme nous le verrons au chapitre 8, peut être la qualification donnée au contrat conclu entre l'investisseur et le distributeur)³⁰. C'est sur ces dernières que se portera notre attention.

Elles consistent en la "rémunération de la banque (ou du négociant) pour l'exécution d'ordres d'achat et de vente de papiers-valeurs de toute nature"³¹. Leur montant relève du tarif de l'intermédiaire, même s'il est établi d'une part sur la base du volume et du montant des ordres, et d'autre part selon le niveau de la place boursière concernée³². Le mode de calcul est précisé dans le contrat ou dans les conditions générales, et il est connu de l'investisseur.

3. Rétrocessions

Dans tous les domaines financiers, le thème des rétrocessions est particulièrement d'actualité. Il s'agit en effet d'une forme de rémunération qui, même si elle

³⁰ LOMBARDINI (2008), p. 717 ss; BIZZOZERO (1992), p. 154.

³¹ www.six-swiss-exchange.com/marketpulse/knowhow/exchange/securities/securities_fr.html.

³² www.six-swiss-exchange.com/marketpulse/knowhow/exchange/securities/securities_fr.html.

très diffusée au sein de la pratique bancaire et financière, conserve un caractère très opaque. En Suisse, le sujet a explosé à la suite d'un arrêt du Tribunal fédéral du 22 mars 2006³³, au sujet des rétrocessions payées aux gérants de fortune indépendants (à propos duquel nous renvoyons le lecteur au chapitre 13).

D'une manière générale, l'on parle de rétrocessions lorsqu'un intermédiaire financier rétrocède une partie – voire l'intégralité – des commissions qu'il reçoit à un autre intermédiaire. Il s'agit souvent d'une compensation pour le deuxième intermédiaire, soit pour l'apport d'un client (plus communément appelée *finder's fee*) soit pour l'exécution d'opérations liées aux clients apportés (par exemple, sur les commissions sur les transactions sur titres, sur les droits de dépôt et de garde, sur la *management fee* pour les produits financiers)³⁴. Cette rémunération est généralement répercutée sur les coûts qui sont à la charge de l'investisseur³⁵. Un exemple typique se rapporte aux rétrocessions payées par les banques aux gérants indépendants, lesquelles constituent une partie des frais de dépôt, des frais d'administration du compte et des frais de courtage versés à ces banques par les clients amenés par le gérant³⁶.

En Suisse, en matière de fonds, la FINMA (à l'époque encore CFB) a opéré une distinction entre les "commissions de gestion d'Etat" et les rétrocessions proprement dites. Selon cette distinction, les premières sont payées aux distributeurs sur la commission de gestion, et ainsi, elles sont supportées seulement de façon indirecte par l'investisseur (il ne les paye pas directement). Par contre, le mot "rétrocessions" vise les paiements faits aux distributeurs à partir de la commission d'entrée et/ou de sortie qui est, quant à elle, directement payée par l'investisseur³⁷. Par la suite, nous utiliserons le terme "rétrocession" de façon générale, pour indiquer les paiements effectués sur la base tant de la commission de gestion que des commissions d'entrée et/ou de sortie, sauf spécification particulière de notre part sur leur origine.

En conséquence, les trois sources de rétrocessions dans le domaine des placements collectifs sont :

- La commission d'entrée (*entry or load fee*) : le prix d'émission des parts de fonds est calculé sur la base de la VNI (cf. p. 56), plus une éventuelle commission d'entrée³⁸. Cette dernière, qui est payée par l'investisseur une seule fois

33 ATF 132 III 460.

34 EMMENEGER (2007), p. 66 ; Hsu (2006), p. 3.

35 EMMENEGER (2007), p. 66 ; Hsu (2006), p. 3.

36 EMCH/RENZ/ARPAGAU (2004), N 1690 ; BOEMLE/GSELL/JETZER/NYFFELER/THALMANN (2002) ; les deux sont repris par le Tribunal fédéral dans ATF 132 III 460 ; ; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 40.

37 CFB, RG 2003, pp. 86-87.

38 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

lors de son investissement et calculée en pourcentage de celui-ci³⁹, est souvent rétrocédée en partie ou dans son intégralité aux distributeurs.

- La commission de sortie : c'est le même principe que pour la commission d'entrée, sauf qu'elle est payée par l'investisseur lors de la sortie du fonds⁴⁰.
- La commission de gestion (*management fees*) : elle est payée régulièrement (annuellement, trimestriellement...) et à échéance fixe, en déduction de la VNI, comme prévu par le contrat ou règlement du fonds et par le prospectus. En conséquence, elle est supportée par tous les investisseurs⁴¹. Le but de la commission de gestion est de couvrir les coûts du fonds liés à son administration et à sa distribution⁴². Elle est payée au promoteur qui, à son tour, l'utilisera de la façon indiquée dans le contrat ou règlement et dans le prospectus, entre autres pour payer les distributeurs sous forme de rétrocession⁴³. Le montant (hauteur) des rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion est calculé sur la base du taux de rétrocession (autour de 50%⁴⁴ de la *management fee*, même si dans des cas extrêmes, il se monte à plus de 100%)⁴⁵, multiplié par la valeur moyenne des fonds qu'il a apporté⁴⁶. Le taux de rétrocession peut être fixé soit par le promoteur (qui appliquera la même fourchette à tous les distributeurs), soit par le distributeur, soit encore par les deux. Le choix dépendra tout simplement du pouvoir de négociation du distributeur, lequel, à son tour, dépendra de son importance et de son attractivité comme canal de distribution. Généralement, le taux de rétrocession est plus élevé si les investissements générés par un distributeur le sont aussi⁴⁷. Comme cela est souvent le cas, il s'agit en l'occurrence d'un jeu de force dont le vainqueur pourra dicter ses conditions. Les rétrocessions sont donc une composante importante dans la détermination de la *management fee*. La multiplication des fonds et d'autres produits concurrentiels sur le marché, associée au fait que chacun veut sa part du gâteau, a eu pour effet un accroissement sensible des taux de rétrocessions. Ces éléments nous semblent pouvoir expliquer en partie pourquoi les *management fees* connaissent de telles hausses depuis une dizaine d'années, en dépit de l'augmentation du volume de la masse sous gestion des fonds qui aurait, théoriquement, dû entraîner des économies d'échelle⁴⁸. La

39 THÉVENOZ (2007), pp. 341-342.

40 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

41 THÉVENOZ (2007), p. 342.

42 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

43 *Ibid.*

44 Ce chiffre nous a été confirmé aussi lors d'entretiens avec la pratique.

45 PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), p. 32.

46 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

47 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 45.

48 THÉVENOZ (2007), p. 342 ; CFB, RG 2004, p. 70.

FINMA (à l'époque encore CFB) a d'ailleurs constaté que la raison principale de l'augmentation des *management fees* est que seuls les fonds qui sont prêts à verser des rétrocessions se vendent activement⁴⁹.

Les rétrocessions sont payées aussi lorsque distributeur et promoteur sont dans le même groupe ou dans deux départements séparés au sein de la même société (hypothèse en réalité plus rare). Dans ces cas, elle sont payées, d'un côté, parce que chaque société tient sa propre comptabilité et doit rendre compte de son profit (*profit centers*), et de l'autre, parce que les fonds sont soumis à une concurrence toujours plus rude (qu'elle soit due à d'autres produits de la même société – tels que les produits structurés – ou aux fonds d'autres promoteurs) et que leur acheminement à l'investisseur demande des "encouragements"⁵⁰. Dans ce contexte, il se peut aussi que les rétrocessions soient utilisées comme mode de transfert des profits d'une société à l'autre ou d'une unité à l'autre⁵¹.

Les rétrocessions ont un double rôle : d'une part, elles représentent la rémunération de l'activité déployée par les distributeurs (elles sont plutôt considérées comme la rémunération payée par les promoteurs aux distributeurs à qui ils délèguent l'exécution de certaines prestations (*outsourcing*)⁵²); et de l'autre, elles servent de moyen d'incitation pour que les distributeurs vendent les parts d'un fonds plutôt que celles d'un concurrent.

D'une façon générale, la FINMA a calculé que le montant touché par l'activité de distribution (225 millions sur 525 milliards de volume de marché des fonds) représente 7,6% du rendement total de ce marché⁵³.

B. Rémunération du promoteur

1. Commission de gestion

La rémunération du promoteur est prévue dans le contrat (pour les fonds de placement)⁵⁴, dans le règlement (pour les SICAV)⁵⁵ et dans le prospectus⁵⁶. Elle prend la forme de commission de gestion et éventuellement de *performance fee*⁵⁷.

49 CFB, RG 2004, pp. 70-71.

50 THÉVENOZ (2007), p. 342.

51 Hsu (2006), pp. 3-4.

52 NOBEL/STIRNIMANN (2007); ABEGLLEN, *Retrozession* (2007); Circ. SFA 22/06 du 05.12.2006; SFA, News 04/6, p. 25.

53 CFB, *Rapport conflits d'intérêts* (Août 2008), p. 74.

54 Art. 26 al. 3 lit. e LPCC.

55 Art. 44 LPCC, qui prévoit une application par analogie de l'art. 26.

56 Art. 1.12 Annexe I OPCC.

57 Nous mentionnons la *performance fee* dans un souci d'exhaustivité, mais nous ne la traiterons pas plus longuement.

En ce qui concerne la commission de gestion, elle est prélevée par le promoteur sur la fortune du fonds, avant d'être utilisée pour payer la direction (c'est-à-dire lui-même); la gestion de la fortune du fonds (soit lui-même, soit le gérant de placements collectifs auquel il a délégué cette tâche); ainsi que la commercialisation (les distributeurs).

2. Rétrocessions

Comme nous l'avons vu ci-dessus (§ A), les promoteurs de fonds paient des rétrocessions, notamment aux distributeurs, principalement à partir de la *management fee*. Mais il se peut que ces promoteurs perçoivent aussi des rétrocessions, par exemple de la part des négociants (*broker dealers*) qu'ils ont choisis pour passer leurs ordres – en tant qu'incitation à les sélectionner –, ou encore par les fonds cibles dans lesquels ils investissent⁵⁸. En Suisse, ces pratiques sont interdites. En effet, l'article 21 al. 2 LPCC défend, lors de l'achat ou de la vente d'avoirs ou de droits, de percevoir des rétrocessions ou toute autre rétribution qui ne serait pas prévue dans les documents juridiques. Qui plus est, si de telles rétrocessions sont payées, elles doivent être rétrocédées au fonds. Cette interdiction est le corollaire de la *best execution* (cf. p. 122). En d'autres termes, pour garantir cette dernière, le choix des placements ou des intermédiaires doit être fonction de considérations fondées sur des éléments autres que de simples avantages d'ordre économique pour les promoteurs.

3. Soft commissions

Les *soft commissions* se rapportent à des rémunérations en nature. Aucune définition n'a été réellement proposée à leur sujet. Toutefois, l'on peut citer l'exemple de la Commission de l'Union européenne qui, dans le rectificatif à la recommandation 2004/384/CE concernant certains éléments du prospectus simplifié, considère comme étant des *soft commissions* "... tout bénéfice économique, autre que des services de compensation et d'exécution, qu'un gestionnaire d'actifs reçoit en rapport avec le paiement par un fonds de commissions sur des transactions concernant des valeurs mobilières figurant dans le portefeuille dudit fonds. Ces commissions sont habituellement obtenues du courtier exécutant la transaction, ou par son intermédiaire."⁵⁹ Ce sont des avantages économiques non patrimoniaux.

⁵⁸ EMMENEGER (2007), p. 67; concernant les rétrocessions payées par les négociants: IOSCO (2004), p. 10, concernant les rétrocessions payées par les fonds de fonds: IOSCO (2004), p. 12.

⁵⁹ Art. 2.2.2.2. Rectificatif à la recommandation 2004/384/CE, JO n° L 199 du 07/06/2004, pp. 0030-0037.

En Suisse, elles sont interdites⁶⁰. En effet, elles sont aussi appréhendées de la même manière que les rétrocessions payées aux promoteurs par l'article 21 al. 2 et ce, afin d'éviter que les choix du promoteur ne soient liés qu'à des motifs économiques. Les *soft commissions* pourraient inciter les promoteurs ou les gestionnaires du fonds à réaliser de nombreuses transactions, afin d'avoir accès aux services promis ou de choisir l'opérateur en fonction du type de paiement reçu "en nature"⁶¹, ce qui irait aussi à l'encontre du principe de la *best execution*⁶². Dès lors, si le promoteur perçoit des *soft commissions* (mentionnées dans l'article avec la locution "autres avantages"), il doit les rétrocéder au fonds. Par contre, l'on voit mal comment le promoteur pourrait rétrocéder un avantage non patrimonial.

Une remarque intéressante concerne l'approche choisie, qui varie selon les pays. Par exemple, aux Etats-Unis, si les *soft commissions* sont autorisées, c'est sous certaines conditions prévues par le *Securities exchange act of 1934* (Section 28(e), *safe harbor provision*) comme, par exemple, la limitation des services pouvant faire l'objet d'une *soft commission*, ou encore le fait qu'elles soient raisonnables⁶³. Au Royaume-Uni, après s'être longuement penchée sur la question, la *Financial Services Authority* (FSA) a fini par les autoriser, mais en exigeant une transparence accrue⁶⁴.

C. Rémunération du représentant de fonds étrangers

Le représentant suisse de fonds étrangers est également très souvent lui-même le distributeur. Par conséquent, sa rémunération correspond à celle du distributeur, et nous renvoyons à cet égard à ce que nous avons dit ci-dessus.

Dans certains prospectus, nous avons vu que le représentant peut recevoir une commission pour son activité de service de paiement, le cas échéant. Etant donné que celle-ci est aussi payée sur la base de la commission de gestion ou des commissions d'entrée et/ou de sortie, elle prend la forme d'une rétrocession. Pour le reste, nous n'avons pas identifié, dans les prospectus observés, une autre rémunération particulière qui lui revient.

60 Ce qui est en ligne avec les propositions de IOSCO, IOSCO (2004), p. 11.

61 IOSCO, Report soft commissions (2006), pp. 6-7.

62 Ce qui est en ligne avec les propositions de IOSCO, IOSCO (2004), p. 10.

63 A ce sujet : MARSHALL, Part I (2002) ; MARSHALL, Part II (2002) ; BOATRIGHT (2000), p. 212 ; JOHNSEN (1999), pp. 24-25.

64 FSA, PS 06/5.

D. Rendement pour l'investisseur

Lorsqu'il souhaitera sortir du fonds, l'investisseur recevra l'équivalent de sa part à la valeur nette d'inventaire, c'est-à-dire après déduction de tous les frais. Il pourra alors faire un gain ou subir une perte selon les cas.

Si nous nous sommes penchés sur la rémunération des autres intervenants de l'industrie des fonds, c'est parce qu'elle peut faire partie des frais déduits en vue de calculer la somme à remettre à l'investisseur. L'importance de la *management fee* et des commissions d'entrée et de sortie réside dans leur impact direct et fondamental sur l'investissement, même si la plupart des investisseurs ne semblent pas en avoir pris conscience et paraissent exclusivement intéressés par la performance du fonds.

Il est tout à fait normal que les autres intervenants soient rémunérés pour le travail effectué. Cependant, dans des relations empreintes de devoirs de fidélité, de diligence et d'information telles que celles qui se nouent en matière de fonds, il nous semble d'autant plus logique que l'investisseur sache exactement ce qu'il paie et à combien s'élèvent ses charges.

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : CARACTÉRISATION ET IDENTIFICATION

Dans la présente partie, nous analyserons tout d'abord la problématique des conflits d'intérêts d'une manière générale et en identifierons les éléments les caractérisant : un devoir de diligence et des intérêts opposés. Ensuite, nous examinerons le statut de chaque participant à la distribution et les relations qu'ils entretiennent les uns avec les autres. Nous verrons de quelle façon se traduit l'intervention de chaque acteur et comment celle-ci est réglementée par les législateurs (suisse et communautaire) ou régie par un contrat, ou parfois les deux en même temps. Ces différentes approches nous permettront d'établir dans quelle mesure ces parties ont un devoir de diligence. Après avoir constaté si nous sommes en présence des éléments caractérisant un conflit d'intérêts, nous allons les identifier.

CHAPITRE 6 : LES CONFLITS D'INTÉRÊTS

I. Définition

Dans le domaine financier, la problématique des conflits d'intérêts a été régulièrement traitée depuis un certain nombre d'années¹. En Suisse, elle a été soulevée en premier par D. Zobl, qui l'a analysée relativement au mandat de gestion conclu avec une banque². Avec l'avancement des débats et suite à une prise de conscience publique du problème³, le législateur a, au fur et à mesure, prévu des règles en faveur de la prévention des conflits d'intérêts⁴.

Comme son nom l'indique, la présence d'un conflit d'intérêts suppose que les différentes parties aient des intérêts qui s'opposent. Dans les contrats, si nous sommes confrontés en permanence à des situations de ce genre, elles ne posent pas toutes – loin s'en faut – problème⁵. Dans un contrat de vente par exemple, il est clair que le vendeur a intérêt à obtenir le prix le plus élevé et l'acheteur le prix le plus bas. En revanche, d'une part, le bénéfice que retirent les parties de leur interaction est plus fort que le conflit qui les oppose, et d'autre part, chacune est responsable de sa décision et est censée tenir compte seulement de son propre intérêt⁶. Cette situation peut être modifiée soit par le contrat, soit par la loi, lorsqu'il est demandé à l'une des deux parties de protéger les intérêts de l'autre⁷.

V. Simonart⁸ considère pour sa part que "... [Les] conflits d'intérêts ne surviennent dans le chef d'une personne que lorsque celle-ci a l'obligation, à un titre ou un autre, de protéger ou prendre en considération les intérêts d'une autre personne."

C. Bretton-Chevallier, analysant la problématique des conflits d'intérêts vis-à-vis du gérant indépendant, en identifie deux éléments constitutifs: "[...] d'une part, les *intérêts* du client dont la sauvegarde et la protection sont mises en péril,

1 THÉVENOZ/BAHAR, (édit.), (2007); CROCKETT/HARRIS/MISHKIN/WHITE (2004); ABEGGLEN (2004), pp. 342-391; BRETTON-CHEVALLIER (2002), pp. 145-174; BOATRIGHT (2000); EKELMANS (1997); ZOBL (1988).

2 ZOBL (1988).

3 BÖCKLI (1995), p. 219.

4 En Suisse: art. 11 LBVM et art. 20 LPCC; dans l'UE: d'abord dans la DSI, JOCE 1993 L 141/27 (art. 11), et après dans MiFID (art. 26 Directive d'exécution de MiFID) qui l'a remplacée.

5 FRANKEL (2007), p. 364.

6 *Ibid.*, p. 369.

7 *Ibid.*

8 SIMONART (1997), pp. 303-304.

ou risquent de l'être, du fait de la présence d'intérêts concurrents ; seuls sont redevants les intérêts confiés par le contrat ou la loi au gérant indépendant ou à la banque dépositaire. D'autre part, une *obligation d'agir pour le compte du client* dont découle une obligation de fidélité qui impose de sauvegarder les intérêts du client.⁹

D'un côté, le simple fait qu'une personne ayant à sa charge un devoir vis-à-vis d'une autre puisse avoir un intérêt personnel dans le choix qu'elle est appelée à faire n'est pas suffisant pour créer un conflit d'intérêts, dans le sens juridique du terme. En effet, par rapport à ce choix, son intérêt à s'exécuter conformément à son obligation (et ainsi éviter une sanction, tout en supportant cependant les coûts qui y sont éventuellement liés) ou son refus d'obtempérer (entraînant alors la sanction) entreront de toute façon toujours en ligne de compte¹⁰. De l'autre côté, le fait qu'un devoir, imposé par la loi à une personne, puisse prescrire à cette dernière d'agir dans l'intérêt d'une autre personne au détriment du sien, ne suffit pas non plus à susciter un conflit d'intérêts (toujours dans le sens juridique du terme). Tout devoir est imposé pour amener le débiteur à protéger les intérêts des autres. Par ailleurs, la présence d'intérêts opposés à ceux du débiteur ne définit pas un sous-ensemble de situations impliquant des devoirs. Au contraire, il s'agit d'un cas typique lié à toute situation incluant l'existence d'un devoir¹¹. Ce qui caractérise un conflit d'intérêts, au sens juridique du terme, est le type de devoir auquel le débiteur est soumis. C'est-à-dire le devoir de fidélité (ou loyauté), pour le civiliste, ou le *fiduciary duty*, pour le juriste anglo-saxon¹².

Dans les pays de *common law*, le *fiduciary duty* trouve son origine dans la *fiduciary law*. Dans ce contexte, *contract law* et *fiduciary law* sont deux systèmes différents dont l'application peut, par contre, se juxtaposer. La *fiduciary law* repose sur le droit de propriété, qui prévoit que les *fiduciaries* ou *agents* doivent agir selon des règles strictes, même si les clients (*principals*) peuvent renoncer à l'exécution de certaines d'entre elles. En revanche, la *contract law* confère aux parties beaucoup plus de liberté dans la détermination des conditions et des clauses. Dans le droit américain, les gérants de fortune sont soumis à la *fiduciary law* ; ils doivent donc utiliser l'argent de leurs clients selon les indications qui leur sont données ou dans les buts qui leur sont précisés. De plus, ils ont l'interdiction formelle d'accomplir des transactions qui créeraient une situation de conflits d'intérêts, à moins que le client n'y ait préalablement consenti¹³. Le pouvoir de l'*agent*

9 BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 147.

10 KRUIHOF (2007), pp. 279-280.

11 *Ibid.*, p. 280.

12 *Ibid.*

13 FRANKEL (1999), p. 183 ss.

provient d'une déclaration unilatérale de volonté du *principal*, et pas forcément d'un contrat¹⁴.

Dans les juridictions de *civil law*, le devoir de diligence est en règle générale directement lié au contrat de mandat, c'est-à-dire le contrat par lequel une personne (le mandataire) s'engage vis-à-vis d'une autre (le mandant) à lui rendre des services ou à gérer ses intérêts¹⁵. Souvent, le mandat est lié à la représentation¹⁶.

Dès lors, il apparaît clairement que la présence d'un conflit d'intérêts est subordonnée à deux intérêts opposés ainsi qu'à un devoir de fidélité imposant à une partie de sauvegarder les intérêts de l'autre. Ce devoir n'impose pas seulement de ne pas agir contre les intérêts de l'autre partie, mais aussi de neutraliser le risque de pouvoir agir ainsi¹⁷. Afin de protéger les investisseurs, des mesures législatives ou contractuelles ont été prises dans le but de résoudre ce problème¹⁸, et ce dans une volonté de préserver la partie la plus "faible". C'est le cas par exemple en droit suisse, dans la LBVM et la LPCC (à ce propos, cf. chapitre 9).

Plus spécifiquement, au cours des dernières années, l'on a assisté à une recrudescence des conflits d'intérêts liés à la façon dont les intermédiaires financiers sont rémunérés. Comme le suggère le professeur J.-B. Zufferey¹⁹, cette conjoncture est probablement due au fait que le marché devient de plus en plus compétitif, ce qui induit un réel souci de proposer aux clients des coûts moins élevés que les concurrents. Cette situation a ainsi généré la mise en place de structures de rémunération complexes et difficilement identifiables pour le client.

Ce phénomène peut aussi être observé en ce qui concerne le distributeur de fonds. En effet, nous allons mettre en évidence, au cours des prochains chapitres, dans quelle mesure son devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur (cf. chapitre 9) est menacé par la structure de sa rémunération (cf. chapitre 5).

II. Délimitation du champ d'étude

Comme nous avons pu le voir, les conflits d'intérêts liés au domaine bancaire et financier sont légion. Nous avons décidé de porter notre analyse sur ceux qui touchent à la distribution des placements collectifs. Mais auparavant, il nous semble nécessaire de délimiter précisément notre champ d'action.

14 MEINERTZHAGEN-LIMPENS (1997), N 8.

15 BAHAR/THÉVENOZ (2007), p. 3.

16 MEINERTZHAGEN-LIMPENS (1997), N 9.

17 DRUEY (2004), p. 237.

18 ZUFFEREY (1999), p. 223.

19 ZUFFEREY (1999), p. 223.

A. *Marché primaire et marché secondaire*

Comme les autres papiers-valeurs ou droits-valeurs, les parts de placements collectifs peuvent être commercialisées sur le marché primaire ou sur le marché secondaire. Alors que le premier concerne l'émission de nouvelles parts, le second se rapporte au commerce des parts déjà émises²⁰.

Lors de l'établissement d'un fonds, qu'il soit ouvert ou fermé, les parts ne peuvent être vendues, par définition, que sur le marché primaire. Par contre, une fois la mise en circulation effectuée, une distinction entre fonds ouverts et fonds fermés est à opérer.

Les parts des placements collectifs de type ouvert sont généralement toujours acquises sur le marché primaire, par le biais d'une nouvelle émission. La raison réside dans le fait qu'elles peuvent être rachetées en tout temps à la valeur nette d'inventaire (cf. p. 56), grâce au droit de rachat²¹, directement par le fonds²². Elles peuvent également, selon les cas, être négociées sur le marché secondaire. Cette dernière situation est typique des *exchange-traded funds (ETFs)*, qui sont des fonds (généralement de type ouvert) cotés en bourse et reflétant le plus souvent un indice boursier déterminé²³. Ils allient les avantages d'un certificat sur index avec ceux d'un placement collectif (protection octroyée à l'investisseur par le cadre législatif)²⁴. Pour ce qui est du droit suisse, les actions d'une SICAV²⁵ et les parts d'un fonds immobilier²⁶ peuvent aussi être négociées en bourse.

Quant aux parts de placements collectifs fermés qui ne bénéficient pas d'un droit de rachat, elles ne peuvent, une fois émises, qu'être acquises et vendues sur le marché secondaire²⁷ (bourse ou OTC). En ce qui concerne les fonds suisses, les SICAF qui sont cotées et négociées en bourse sortent du champ d'application de la LPCC et, en conséquence, de la surveillance de la FINMA²⁸.

Nous avons soulevé brièvement cette problématique afin de mettre en lumière le fait que les distributeurs de fonds peuvent agir comme intermédiaires soit entre les fonds et les investisseurs (marché primaire), soit entre deux investisseurs (marché secondaire). Dans ce travail, nous n'étudierons que le système de distribution en place sur le marché primaire où cette relation triangulaire promoteur-distributeur-investisseur se noue. Ce choix nous amènera à traiter également les

20 LOMBARDINI (2008), p. 632; EMCH/RENZ/ARPAGAU (2004), N 1816.

21 Cf. p. 29, notes 42 et 43.

22 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), pp. 28 et 30.

23 KÜHNE/LENGAUER/AMSTUTZ/IMWINKELRIED/DÖMER (2007), N 351; NOBEL (2004), p. 998.

24 KÜHNE/LENGAUER/AMSTUTZ/IMWINKELRIED/DÖMER (2007), N 351.

25 Art. 40 LPCC.

26 Art. 67 *ibid.*

27 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 30.

28 Art. 110 LPCC.

fonds fermés, dans la mesure où, lors de l'émission initiale, l'on se trouve sur le marché primaire. Cette décision est dictée par le fait que les rétrocessions, comme nous le verrons, sont la source principale des conflits d'intérêts du distributeur et qu'elles sont payées aux distributeurs par les promoteurs, et non par les investisseurs eux-mêmes (ce qui signifie que leur rémunération sur le marché secondaire prend une toute autre forme).

B. Fonds pour investisseurs qualifiés

Il y a lieu de distinguer les fonds de gestion collective des fonds destinés exclusivement aux investisseurs qualifiés. Sont notamment inclus dans cette deuxième catégorie les fonds de gestion institutionnelle, qui sont les fonds destinés aux institutions de la prévoyance professionnelle dont la trésorerie est gérée à titre professionnel²⁹.

La LPCC prévoit que pour les fonds à l'usage exclusif des investisseurs qualifiés, certaines prescriptions de la loi (par exemple celles qui concernent la remise de certificats, l'obligation d'établir un prospectus et un rapport semestriel, l'obligation d'émettre et de racheter les parts contre espèces) peuvent être déclarées comme ne leur étant pas applicables par la FINMA³⁰. Cette pratique était déjà prévue sous le régime de la LFP. D'ailleurs, à ce sujet, l'OPCC (art. 144 al. 7) prévoit que les dérogations déjà accordées à ces fonds par la FINMA (à l'époque encore CFB), dans le cadre du régime de la LFP, restent en vigueur. En particulier pour les fonds destinés aux institutions de la prévoyance professionnelle, la FINMA opère une distinction nette avec les fonds ouverts au public, en considérant que les premiers n'ont pas besoin de sa protection³¹. De ce fait, ils peuvent bénéficier d'une plus grande marge de manœuvre en ce qui concerne, par exemple, la structure et le montant des versements et des rétrocessions³².

Tous ces fonds, que nous soyons ou non dans un système d'architecture ouverte, s'adressent uniquement à ce cercle d'investisseurs qui se caractérisent par un important degré de sophistication et des montants investis très élevés. Au regard de leurs spécificités, il apparaît assez clairement que le distributeur ne joue pas un rôle fondamental et que les parties intéressées s'adressent directement

29 La définition est donnée dans le message : "... toutes les institutions qui sont soumises à la surveillance prévue à l'art. 61 de la loi fédérale du 25 juin 1982 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP, RS 831.40) et [qui] sont conçues comme des personnes morales", Message LPCC, p. 6033.

30 Art. 10 al. 5 LPCC.

31 CFB, RG 2004, p. 71.

32 *Ibid.*

aux promoteurs avec lesquels elles négocient (*pull*)³³. Par conséquent, les fonds destinés exclusivement à des investisseurs qualifiés ne sont pas concernés par les problèmes typiques de la distribution. Pour ces raisons, nous les avons exclus du champ de notre étude. Dès lors, nous avons aussi écarté les sociétés en commandite de placements collectifs qui, comme nous l'avons vu auparavant, ne s'adressent qu'à des investisseurs qualifiés (cf. p. 29).

En dépit de cette exclusion, nous nous pencherons tout de même sur les investisseurs qualifiés en tant que tels afin de les identifier, d'autant plus que les autres catégories d'investisseurs sont définies négativement par rapport à ceux-ci (cf. p. 83). En effet, notre recherche n'exclut pas l'étude de la catégorie des investisseurs qualifiés en elle-même, mais seulement les fonds qui s'y rapportent exclusivement. D'ailleurs, comme nous le verrons dans les chapitres suivants, d'importantes problématiques se jouent autour de la figure de l'investisseur qualifié.

³³ СФВ, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 55; ΤΗΕΝΕΝΟΖ (2006), p. 518.

CHAPITRE 7 : STATUT JURIDIQUE DES PARTICIPANTS À LA CHAÎNE DE DISTRIBUTION

Les distributeurs, les promoteurs et les représentants de fonds étrangers ont un “statut juridique” qui leur est octroyé par la LPCC. Celui-ci nous semble important à analyser en premier lieu.

I. Le distributeur

Nous pouvons distinguer deux catégories de distributeurs selon qu’ils font ou non appel au public dans l’exercice de leur activité (§ A et § B). En effet, seuls les distributeurs faisant appel au public sont soumis à la LPCC et au reste de la réglementation. Au sein de ces deux catégories, nous pouvons déceler différents autres statuts (banque, négociant en valeurs mobilières, gérant de fortune), lesquels viennent se greffer sur celui de distributeur. Ils rajoutent des spécificités législatives et réglementaires propres à celles que ce dernier possède déjà de par sa fonction de distributeur faisant ou non appel au public (§ C).

Selon leur statut, les différents distributeurs ne seront donc pas soumis aux mêmes règles et n’auront, par conséquent, pas nécessairement les mêmes obligations.

A. Distributeur faisant appel au public

La notion d’appel au public, que nous croyions sortie par la porte – puisque sa présence n’est plus nécessaire à la définition des placements collectifs soumis à la loi¹ –, rentre ici par la fenêtre, car elle devient désormais indispensable afin de déterminer les distributeurs qui tombent dans son champ d’application.

La loi indique clairement que seuls ceux qui distribuent des parts de placements collectifs par appel au public doivent obtenir une autorisation de la FINMA² pour pouvoir exercer cette activité. De plus, les articles 19 LPCC et 8 OPCC prévoient que les directions de fonds, les banques, les négociants en valeurs mobilières, les entreprises d’assurance, les représentants de placements collectifs étrangers et les

¹ Cf. chapitre 2 § I.A.

² Art. 19 al. 1 LPCC.

gestionnaires de placements collectifs³ – qui sont tous des intermédiaires financiers soumis à surveillance – ne sont liés à aucune obligation d’obtenir une autorisation supplémentaire (par rapport à celle qui leur est déjà demandée pour déployer leur activité principale) pour distribuer des parts de placements collectifs. Le législateur a ainsi voulu éviter à la même autorité de surveillance de mettre en œuvre une double procédure d’autorisation pour la même institution. Par contre, même s’ils sont exemptés de l’obligation de demander une autorisation, ils sont tout de même soumis à la LPCC, du moment qu’ils pratiquent la distribution par appel au public, à moins que d’autres exceptions ne s’appliquent. Par ailleurs, le distributeur qui fait appel au public est soumis non seulement à la LPCC et à son ordonnance, mais aussi indirectement à l’annexe “Dispositions pour les distributeurs”, laquelle est applicable si un contrat de distribution a été conclu avec le promoteur (cf. p. 36)⁴.

1. Définition d’appel au public⁵

L’“appel au public” est défini à l’article 3 LPCC ainsi que dans la circulaire FINMA 08/8. Ce document fournit des précisions permettant de mieux appréhender ce concept qui, même s’il est unique, contient deux notions bien distinctes : celle d’“appel” et celle de “public”. Ces dernières seront analysées séparément, à l’instar de la circulaire FINMA 08/8.

a) Notion d’“appel”

La notion d’appel comprend la publicité de toute nature et forme, du moment qu’elle sert à distribuer directement ou indirectement des placements collectifs⁶. Une liste non exhaustive des différents moyens de publicité est donnée par la circulaire FINMA 08/8. Nous retenons notamment les médias imprimés et électroniques, Internet et toute autre forme d’e-commerce, les bulletins de souscription et les possibilités de souscription via Internet, les e-mails, les envois non sollicités, le marketing téléphonique, les *road-shows* et les visites à domicile⁷. Par contre, ne sont pas considérés comme des appels : un ordre de souscription passé à l’initiative du client et une sollicitation spontanée d’informations (pour une analyse de ces cas de figure, cf. ci-dessus § B.1).

³ Aussi avec le poste suisse et les agents d’assurance.

⁴ Applicables par le biais de l’art. 20 LPCC et de la Circ.-FINMA 08/10.

⁵ A ce sujet : MEREGALLI DO DUC (2008), MEYER (2008) et BOVET/MEREGALLI, pp. 188-189.

⁶ Cm 6 et 22 Circ.-FINMA 08/8.

⁷ Cm 6 et 7 Circ.-FINMA 08/8.

Un seul acte publicitaire, en ce qu'il permet au distributeur de s'adresser à des investisseurs potentiels, fait tomber ce dernier dans le domaine de l'appel au public, sans qu'il soit nécessaire que des investisseurs aient effectivement acheté des parts⁸. Dès lors, il doit demander une autorisation.

En ce qui concerne plus particulièrement Internet, la circulaire FINMA 08/8⁹ consacre une partie spéciale à cet outil. Celle-ci permet de définir le seuil à partir duquel un fonds est considéré comme distribué par appel au public – en Suisse ou depuis la Suisse – par le biais d'un site, afin de déterminer si la LPCC est applicable¹⁰. Il va de soi qu'Internet n'a en réalité pas de frontière; ainsi, tout investisseur peut arriver sur pratiquement n'importe quel site de n'importe quel fonds ou distributeur, où qu'ils se trouvent et qu'ils aient obtenu ou non l'autorisation. C'est le principe même d'Internet et, en conséquence, il était important de délimiter la sphère d'influence d'un site par rapport à un investisseur localisé en Suisse¹¹. A cette fin, la FINMA n'a pas retenu le rattachement géographique comme référence aux lieux d'exploitation des sites, mais elle a suivi les indications de l'OICV et utilisé des indices de rattachement¹². Les indices ainsi retenus par la circulaire FINMA 08/8 sont par exemple la mention d'une adresse en Suisse, l'indication de prix en francs suisses ou encore l'utilisation d'une des langues nationales (ce dernier indice valant seulement s'il est cumulé avec au moins un autre, étant donné que mis à part le romanche, les autres langues ne sont pas propres à la Suisse¹³). En présence d'un ou plusieurs de ces indices, il est encore possible d'échapper à l'appel au public en insérant soit un *disclaimer*, soit des restrictions d'accès au site. Le *disclaimer* doit exclure explicitement le fait que l'offre s'adresse à des investisseurs situés en Suisse. D'ailleurs, la circulaire prévoit les exigences de fonds et de forme qu'il doit respecter¹⁴. Les restrictions d'accès doivent être conçues de façon à consentir le contrôle du siège ou du domicile des investisseurs potentiels¹⁵.

8 BÉTRISEY (2002).

9 Cm 24 à 34 Circ.-FINMA 08/8 et CFB, RG 2003, p. 82. Ce chapitre de la circulaire n'a pas été modifié (si ce n'est pour des adaptations terminologiques) dans le passage entre la LFP et la LPCC.

10 Sur le sujet: MAEDER (2004) et KÜHNE (2002), pp. 387-393.

11 MAEDER (2004), p. 98. Plus en général sur les aspects juridiques du négoce sur Internet: THIEFFRY (2000), p. 47 ss.

12 MAEDER (2004), p. 102.

13 *Ibid.*

14 Cm 28 à 30 Circ.-FINMA 08/8.

15 Cm 31 à 33 Circ.-FINMA 08/8.

b) Notion de “public”

La règle de base prévoit tout simplement qu’un appel est présumé public lorsqu’un moyen de publicité est utilisé¹⁶. Comme pour toute règle, elle est accompagnée d’exceptions prévues par la loi. Qui plus est, la notion de “public” est définie par la négative. En effet, le législateur s’est plutôt penché sur la définition de ce qui n’est pas “public”, c’est-à-dire la distribution aux investisseurs qualifiés, dont l’analyse figure au paragraphe concernant la distribution sans appel au public (cf. ci-dessus § B.2).

Dans la version antérieure à la révision de la loi et de la circulaire¹⁷, la définition de la notion de “public” prenait en compte un élément quantitatif – le fait de s’adresser à au moins 20 personnes durant un exercice annuel (chiffre arbitraire, mais qui avait le mérite d’être clair et défini) sans pour autant qu’il fût nécessaire qu’elles eussent effectivement investi; et un élément qualitatif – il ne devait pas y avoir une relation qualifiée entre l’investisseur et le distributeur et il ne devait pas s’agir d’un investisseur institutionnel¹⁸. L’expression “relation qualifiée” impliquait la conclusion soit d’un contrat de gestion de fortune écrit, rémunéré et correspondant aux directives ASB ou autres équivalentes en la matière, soit d’un contrat de conseil en placement écrit, général, d’une durée illimitée, conclu entre une banque ou un négociant et un client qui disposait directement ou indirectement de cinq millions de francs suisses¹⁹.

La circulaire FINMA 08/8 (comme avant elle la circulaire CFB 03/1 dans sa version remaniée du 27 août 2008) et l’article 3 LPCC ont abandonné l’élément quantitatif et revu l’élément qualitatif.

2. Autorisation

Les distributeurs pratiquant la distribution de placements collectifs par appel au public doivent obtenir une autorisation pour exercer ladite activité. C’est une autorisation de police délivrée aux distributeurs qui respectent les conditions prévues par la loi (cf. § b). La différence par rapport aux autres assujettis à autorisation (art. 13 al. 2 LPCC) réside dans le fait que la FINMA n’exerce pas un contrôle permanent sur les distributeurs. Par conséquent, l’autorisation qui leur est fournie s’apparente à une sorte de laissez-passer, lequel permet aux distributeurs d’accéder au marché des placements collectifs dès lors qu’ils remplissent

¹⁶ Cm 9 Circ.-FINMA 08/8.

¹⁷ Nous nous référons à la révision du 27 août 2008.

¹⁸ Ch. 9 et 10 Circ.-CFB 03/1; LENOIR/PUDER (2006), pp. 985-987; BÉTRISEV (2002), p. 85 ss.

¹⁹ Ch. 16, 16a et 16b Circ.-CFB 03/1.

les conditions prévues par la LPCC²⁰ – comme c'était déjà le cas sous l'empire de la LFP²¹.

Les distributeurs doivent notamment présenter un contrat de distribution pour l'obtention de l'autorisation²². Cependant, par la suite, ils sont libres de distribuer d'autres fonds que ceux qui sont mentionnés dans celui-ci, ou encore de ne plus distribuer ceux qui étaient prévus à l'origine. Pour autant, aucune obligation d'en informer la FINMA²³ ne leur incombe. Dans ce sens, il convient de remarquer que la directive pour la distribution SFA a supprimé l'obligation, pour les directions et les représentants, de remettre annuellement à la FINMA (à l'époque encore CFB) une liste des contrats de distribution existants²⁴. Une telle exigence était pourtant prévue par son prédécesseur (la directive de commercialisation des fonds SFA). Cette approche va de pair avec les caractéristiques de l'autorisation de distribution. En effet, d'un côté, la présentation d'un seul contrat de distribution est suffisante, car c'est simplement un moyen de vérifier que le distributeur remplit les conditions formelles prévues par la loi. De l'autre côté, il n'est pas nécessaire de produire ceux qu'il conclut après l'octroi de l'autorisation, car une fois obtenue, la FINMA n'exerce pas une surveillance continue.

La fonction de contrôle est déplacée, par la directive de distribution de fonds, sur les promoteurs. Celle-ci implique que ce sont ces derniers qui reçoivent le rapport de l'organe de révision sur la vérification du respect, de la part du distributeur, des dispositions prévues par l'annexe à ladite directive²⁵. De plus, en cas d'anomalies, ils doivent agir et demander au distributeur une mise en conformité²⁶. Si ces anomalies se répètent ou s'aggravent, les promoteurs peuvent aller jusqu'à résilier le contrat de distribution et, dans ce cas, ils doivent en informer la FINMA²⁷.

20 KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), N 702.

21 En effet, les règles de la LPCC concernant l'octroi de l'autorisation pour les distributeurs sont très proches de celles de la LFP.

22 Une copie du contrat de distribution doit être présentée à la FINMA en annexe à la demande d'autorisation pour exercer en tant que distributeur, B8 Guide pratique pour distributeur, CFB, www.finma.ch/archiv/ebk/f/wegleit/pdf/fvtaf.pdf (Pour le moment c'est encore le guide émis par la CFB qui est en vigueur).

23 KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), N 702. D'avis contraire : ZK-SPINLER, 22 LFP, N 96.

24 Cm 8 dir. commercialisation SFA.

25 Cm 22 dir. distribution SFA.

26 Cm 23 dir. distribution SFA.

27 Cm 23 dir. distribution SFA.

a) Historique

Une autorisation pour la distribution était déjà requise sous l'empire de la LFP²⁸. Par ailleurs, le fait de savoir si oui ou non les distributeurs devaient continuer à être soumis à autorisation a été très controversé tout au long de la procédure qui a mené à l'entrée en vigueur de la LPCC. La FINMA (à l'époque encore CFB) a toujours été opposée au maintien d'une autorisation pour les distributeurs, qu'elle considérait comme inutile (étant donné que la LPCC garde la double surveillance, déjà prévue par la LFP, sur les acteurs – les promoteurs, la banque dépositaire, les représentants de fonds étrangers – et sur le produit²⁹)³⁰. Le projet proposé par le Conseil fédéral avait suivi la position de la FINMA (à l'époque encore CFB) et aboli ladite autorisation. En effet, selon le Conseil fédéral, le projet garantissait une surveillance suffisante du distributeur. Celle-ci était exercée par les promoteurs et les représentants de fonds étrangers, qui avaient l'obligation de vérifier le respect des dispositions de l'annexe à la directive pour la distribution de placements collectifs de la SFA par les distributeurs³¹. Lors des débats parlementaires, le Conseil des Etats a adhéré à cette position, d'autant plus que la réintroduction de l'autorisation, telle qu'elle était prévue dans la LFP, donnait aux investisseurs une fausse idée de protection (en raison du manque de réelle surveillance par la FINMA une fois l'autorisation délivrée) et impliquait un traitement différent des placements collectifs par rapport aux autres produits financiers (tels les produits structurés), pour lesquels aucune autorisation n'était demandée aux distributeurs³². Par contre, le Conseil national s'est déclaré en faveur de la réintroduction d'une autorisation pour le distributeur, ceci afin de conserver le *statu quo* par rapport à la LFP, de garantir une meilleure protection du consommateur et aussi de maintenir une certaine cohérence avec la récente révision de la loi sur la surveillance des assurances, laquelle a intégré une autorisation similaire pour les intermédiaires d'assurance³³. L'idée était aussi de ne pas laisser le contrôle du distributeur dans les mains d'autres intermédiaires financiers (les promoteurs et les représentants de fonds étrangers), mais de le confier à l'autorité de surveillance³⁴. En fin de compte, lors du processus d'élimination des divergences, le Conseil des

28 Art. 22 LFP.

29 Par le biais de l'approbation des documents, art. 15 al. 1 LPCC.

30 CFB, RG 2003, p. 80.

31 Message LPCC, p. 6028.

32 GERMANN, BO 2006 E 536 ; GERMANN, BO 2006 E 450 et GERMANN, BO 2006 E 353.

33 Même si la LSA a également modifié la LBA et que les distributeurs ne sont plus soumis à celle-ci depuis le 01 janvier 2006.

34 BÜHRER, BO 2006 E 992 et FAVRE, BO 2006 E 993.

Etats s'est rallié à la position du Conseil national³⁵, et l'autorisation pour les distributeurs a finalement été réintroduite.

b) Conditions d'autorisation

Les conditions de délivrance de l'autorisation pour les distributeurs sont indiquées par la LPCC et l'OPCC³⁶.

Ce sont tout d'abord les conditions générales prévues pour tous les assujettis à autorisation. Il faut notamment que les personnes responsables de l'administration et de la direction jouissent d'une bonne réputation, apportent les preuves d'une activité irréprochable, disposent des qualifications professionnelles adéquates. Il faut aussi disposer d'une organisation appropriée et avoir des directives internes garantissant l'exécution des obligations prévues par la loi et bénéficier de garanties financières suffisantes³⁷.

Ensuite, certaines conditions concernent plus particulièrement les distributeurs. Ceux-ci doivent disposer d'une assurance responsabilité professionnelle avec une couverture minimale ou déposer une caution de 250 000 francs suisses, proposer des méthodes de distribution fiables et établir un contrat de distribution écrit les liant au promoteur ou au représentant de fonds étrangers³⁸. La loi prévoit aussi que la FINMA pourrait considérer comme une exigence, aux fins de l'obtention de l'autorisation, l'assujettissement des distributeurs aux directives d'une organisation professionnelle. Pour le moment, ce n'est pas le cas, étant donné que les directives de distribution SFA ne sont pas applicables aux distributeurs et ne les touchent que de manière indirecte (cf. p. 36)³⁹.

c) Autorisation pour distribution par appel au public

Une remarque intéressante peut être mentionnée à propos de la loi votée par le Parlement, telle qu'elle a été publiée dans la Feuille fédérale (FF). En effet, celle-ci prévoyait que l'autorisation était nécessaire pour quiconque distribuait des parts

35 Etant donné l'introduction d'une autorisation similaire pour les intermédiaires d'assurance et parce que cela ne valait pas la peine d'aller en conférence de conciliation pour cette divergence, GERMANN, BO 2006 E 536; GERMANN, BO 2006 E 450 et GERMANN, BO 2006 E 353.

36 Sur le sujet: KÜHNE/LENGAUER/AMSTUTZ/IMWINKELRIED/DÖMER (2007), p. 200 ss; WEBER/ISELI (2008), N 88 à 92.

37 Art. 14 LPCC.

38 Art. 30 al. 1 et 2 LPCC.

39 Art. 30 al. 3 LPCC et Circ.-FINMA 08/10.

de placements collectifs à titre professionnel (dans les trois langues officielles)⁴⁰. Par contre, la version publiée dans le Recueil officiel⁴¹ la prévoit seulement lorsque la distribution a lieu par appel au public. Cette modification, qui n'est pas anodine, a été effectuée par la Commission de rédaction de l'Assemblée fédérale, qui peut corriger des erreurs de forme ou de contenu lorsque l'une ou l'autre ne sont pas conformes aux délibérations parlementaires⁴². Dans notre cas, nous sommes clairement face à une correction de contenu, même si, à plusieurs reprises, il ressort des débats la locution "à titre professionnel", et non celle de "par appel au public". Cette distinction est importante car les deux locutions ont une portée différente que nous allons maintenant analyser.

Dans la LFP, les distributeurs soumis à autorisation étaient ceux qui proposaient ou distribuaient à titre professionnel des parts de fonds de placement (art. 22 LFP). L'article 1a OFP précisait que la distribution à titre professionnel avait lieu en cas d'appel au public⁴³. Avant l'introduction de cet article, qui a été effectuée seulement en 2001, des problèmes d'interprétation de la locution "à titre professionnel" subsistaient. En effet, au début, la FINMA (à l'époque encore CFB) considérait qu'il s'agissait d'une notion plus large que celle d'appel au public (car elle couvrait tout contact avec les intéressés, indépendamment de leur appartenance à un cercle restreint et déterminé de personnes et de l'ampleur de la diffusion) et qu'elle visait les distributeurs qui recevaient, directement ou indirectement, une compensation ou un autre avantage économique⁴⁴. De l'autre côté, une partie de la doctrine considérait que les deux notions étaient étroitement liées⁴⁵. Avec l'article 1a OFP, c'est ce deuxième point de vue qui a été retenu et la notion "à titre professionnel" a perdu toute indépendance par rapport à celle d'"appel au public".

La modification effectuée par la Commission de rédaction de l'Assemblée fédérale a été mise en œuvre sur requête de la FINMA (à l'époque encore CFB), qui a demandé que le mot "professionnellement" soit remplacé par la locution "appel au public". La raison tenait au fait que seule cette dernière était utilisée dans la LPCC, tandis que "professionnellement" ne l'était plus du tout (contrairement à la LFP). Pour l'autorité de surveillance, il était clairement question d'une méprise⁴⁶. Ce changement est fondamental, étant donné que le cercle des distributeurs qui

40 LPCC, texte voté par le Parlement, FF 2006 5533.

41 RO 2006 5379.

42 Art. 58 al. 1 LParl, RS 171.10.

43 Kommentar-DEN OTTER, p. 75, N 79.

44 CFB, RG 1995, pp. 88 et 86.

45 ZK-SPINLER, 22 LFP, N 52.

46 Ceci ressort d'un fax que nous avons reçu en date du 14.01.2008, envoyé par la Commission de rédaction en réponse à notre demande d'explications.

exercer à titre professionnel est *a priori* plus large que celui de leurs homologues qui agissent par appel au public (étant donné que dans la LPCC, il n'y a plus de disposition similaire à l'article 1a LFP qui assimilait les deux notions). En effet, la distribution à titre professionnel engloberait tous les distributeurs pour qui la distribution est considérée comme une activité durable et pour laquelle ils reçoivent une compensation⁴⁷, ce qui aurait inclus aussi la distribution aux investisseurs qualifiés (qui constitue, quant à elle, une exception à la présomption du fait qu'un appel est considéré comme public).

En tout cas, quelle que soit la raison de cette modification, les distributeurs qui font appel au public doivent être autorisés par la FINMA.

B. Distributeur ne faisant pas appel au public

L'absence de distribution ou de proposition de fonds au public est subordonnée à l'absence de tout acte publicitaire (cf. § 1) ; si cela est quand même le cas, la publicité ne doit pas revêtir un caractère public (cf. § 2).

1. Absence d'appel

a) Contrat de gestion de fortune

La circulaire FINMA 08/8 prévoit qu'«il n'y a pas d'appel lorsqu'un ordre de souscription est passé pour le compte d'un client sur la base d'un contrat écrit de gestion de fortune, pour autant que ce contrat ait été conclu avec un intermédiaire financier soumis à une surveillance au sens de l'art. 10 al. 3 let. a LPCC ou avec un gestionnaire de fortune indépendant remplissant les conditions de l'art. 6 al. 2 OPCC»⁴⁸. Ce qu'il est intéressant de remarquer, c'est qu'en pareille situation, la FINMA considère aussi que tant le gestionnaire que l'investisseur sont des investisseurs qualifiés. En conséquence de ceci, l'appel n'est pas public⁴⁹. Ainsi, pour cette même hypothèse, il est prévu qu'il n'y a pas d'appel et que, de toute façon, celui-ci n'est pas public. Cette double exclusion n'apporte rien de plus, mais elle fait néanmoins penser que la FINMA souhaitait éviter à tout prix que cette situation ne tombe dans l'appel au public.

⁴⁷ Voir : KÜHNE (2002), p. 55 ; KÜNG / BÜCHI, 22 LFP, p. 186.

⁴⁸ Cm 6 Circ.-FINMA 08/8. Les conditions prévues par l'art. 6 OPCC sont d'ailleurs reprises au cm 12 Circ.-FINMA 08/8.

⁴⁹ Cm 12 Circ.-FINMA 08/8. A ce sujet, cf. pp. 84 et 86.

b) Passation d'un ordre ou sollicitation spontanée d'informations par le client

Une autre hypothèse qui n'implique pas d'appel au public est celle de la sollicitation spontanée, par le client, d'informations se rapportant à un fonds déterminé, ou encore la passation, à son initiative, d'un ordre de souscription⁵⁰. Nous appellerons cette situation *self execution*. A notre avis, celle-ci vise seulement le client qui se renseigne ou passe un ordre relatif à un fonds pour lequel le distributeur n'est pas déjà autorisé du fait qu'il le distribue par appel au public au sens de la circulaire FINMA 08/8 (cf. p. 73).

Nous distinguons la *self execution*, qui est un cas de limitation d'appel au public, de l'*execution only*, terme qui se rapporte à un contexte dans lequel l'intermédiaire se limite à exécuter l'ordre donné sans fournir une prestation de conseil. Prenons l'exemple d'un investisseur potentiel qui, à la suite d'une discussion avec un tiers, désire investir dans un fonds déterminé. Il prend alors conseil auprès de son distributeur habituel, lequel ne fait pas d'appel au public pour le fonds concerné. Nous sommes alors en présence d'une situation de *self execution*. Par contre, ce même investisseur potentiel, lors de l'ouverture d'un compte, peut recevoir de sa banque des brochures présentant des possibilités d'investissement dans des fonds. S'il revient ultérieurement, de sa propre initiative, pour investir dans ces derniers, il y a bien appel au public, même si la banque agit en *execution only*. Enfin, ce même client, en lisant son journal, peut remarquer une publicité concernant les fonds proposés par un organisme bancaire par exemple. Suite à cela, il passe un ordre auprès de son distributeur habituel, lequel ne fait pas d'appel au public pour ce fonds. Ici, il est bien question d'une situation de *self execution* et d'*execution only*.

Nous avons vu qu'Internet est considéré comme un moyen de faire de la publicité. En conséquence, la présence d'un fonds sur une liste, mais aussi la possibilité de souscrire par le biais du site d'un fonds ou d'un distributeur, impliquent que la *self execution* est exclue; l'on retombe alors dans le domaine de l'appel au public (s'il n'y a pas de *disclaimer* ou de limitations d'accès)⁵¹. En effet, selon certains auteurs, Internet est comparable aux autres médias de masse, comme les journaux ou la télévision – qui ne sont pas consultés en vue d'obtenir une information précise –, et ceci eu égard à sa large diffusion. Donc, ces auteurs pensent qu'un investisseur qui visite le site Internet d'une banque n'est pas plus actif qu'un investisseur qui regarde, dans un journal, des encarts publicitaires consacrés à

⁵⁰ Cm 6 Circ.-FINMA 08/8.

⁵¹ Cm 7 Circ.-FINMA 08/8.

des fonds⁵². La circulaire prévoit aussi que toute possibilité de souscription sur Internet constitue un appel au public. A notre avis, les investisseurs qui demandent, de leur propre initiative, à accéder à des informations non disponibles sur Internet (par exemple pour des fonds non autorisés) devraient avoir la capacité, par la suite, de passer l'ordre par Internet pour ces mêmes fonds sans tomber dans l'appel au public.

- c) Publication des prix, des cours et des valeurs d'inventaire par des intermédiaires financiers soumis à surveillance

Pour finir, le simple fait pour des intermédiaires financiers soumis à surveillance de publier les prix, les cours et les valeurs d'inventaire ne représente pas un appel au public. En ce qui concerne les fonds étrangers, il faut en plus que les coordonnées de contact ne soient pas indiquées⁵³. Ceci est valable aussi lorsque la publication des données est effectuée par des systèmes d'information électroniques (par exemple Bloomberg, Reuters), avec ou sans coordonnées de contact, du moment qu'ils garantissent que la publication s'adresse seulement à des investisseurs qualifiés. Le législateur a probablement voulu permettre à tous les intermédiaires financiers et aux systèmes d'information électroniques qui ne pratiquent pas la distribution de placements collectifs de continuer à publier, à titre de service à la clientèle, les chiffres concernant ce marché, sans pour autant tomber sous le coup de la LPCC.

2. Appel non "public" : notion d'investisseurs qualifiés

L'appel n'est pas considéré comme "public" lorsque la publicité s'adresse uniquement à des investisseurs qualifiés – dont une liste exhaustive est donnée – et que les moyens publicitaires utilisés sont propres à ce marché⁵⁴. Font partie de cette catégorie d'investisseurs: les intermédiaires financiers soumis à surveillance (§ a), les corporations de droit public, les institutions de la prévoyance professionnelle et les entreprises dont la trésorerie est gérée à titre professionnel (§ b), les investisseurs qui ont conclu un contrat de gestion de fortune écrit avec un intermédiaire financier soumis à surveillance et les investisseurs qui ont conclu un contrat de gestion de fortune écrit avec un gestionnaire indépendant (§ c), le gérant indépendant (§ d) et enfin les particuliers fortunés (§ e).

⁵² MAEDER (2004), p. 102.

⁵³ Art. 3 al. LPCC et ch. 8 Circ.-FINMA 08/8.

a) Intermédiaires financiers et assurances⁵⁵

Les intermédiaires financiers et les assurances qui sont considérés comme des investisseurs qualifiés sont ceux qui sont soumis à surveillance. En ce qui concerne les premiers, ils comprennent notamment les banques, les négociants en valeurs mobilières, les directions de fonds et les gestionnaires de placements collectifs.

b) Les corporations de droit public, les institutions de la prévoyance professionnelle et les entreprises dont la trésorerie est gérée à titre professionnel⁵⁶

Pour que les corporations de droit public, les institutions de la prévoyance professionnelle et les entreprises soient considérées comme des investisseurs qualifiés, le critère relevant est celui de la trésorerie gérée à titre professionnel. La circulaire 08/8 (qui remplace la circulaire CFB 03/1 après la révision du 29 août 2007) ne fournit pas d'avantage de détails à cet égard. Très probablement, il sera toujours possible de s'inspirer de la définition donnée dans la circulaire CFB 03/1 avant sa révision. Selon cette dernière, il était considéré que la trésorerie est gérée à titre professionnel lorsque c'est une personne expérimentée et possédant les compétences professionnelles nécessaires qui administre les biens financiers⁵⁷.

c) Contrat de gestion de fortune⁵⁸

Pour être considéré comme un investisseur qualifié, il suffit aussi d'avoir conclu un contrat de gestion de fortune, soit avec un intermédiaire financier soumis à surveillance (cf. ci-dessus), soit avec un gestionnaire indépendant.

En ce qui concerne les investisseurs qui ont conclu, par écrit, un contrat de gestion de fortune avec un gestionnaire indépendant, l'ordonnance énonce les conditions qui doivent être remplies pour qu'ils soient considérés comme des investisseurs qualifiés: le gestionnaire indépendant doit être soumis à la loi sur le

⁵⁴ Art. 3 et 10 al. 3 LPCC.

⁵⁵ Art. 10 al. 3 lit. a et b LPCC et cm 11, lit. a et b Circ.-FINMA 08/8.

⁵⁶ Art. 10 al. 3 lit. c et d LPCC et cm 11, lit. c et d Circ.-FINMA 08/8.

⁵⁷ Cm 14 Circ.-CFB 03/1.

⁵⁸ Art. 10 al. 3 lit. f LPCC, art. 6 al. 2 OPCC et cm 11, lit. f Circ.-FINMA 08/8.

blanchiment d'argent (LBA) et aux règles de conduite édictées par une organisation professionnelle et reconnues comme exigences minimales par l'autorité de surveillance. Par ailleurs, le contrat de gestion de fortune doit être conforme aux directives reconnues d'une organisation professionnelle⁵⁹.

Jusqu'au 1^{er} janvier 2009, l'état de la réglementation ne permettait pas de remplir les conditions prévues par l'OPCC (et mentionnées ci-dessus) pour que les clients de gérants indépendants pussent être considérés comme des investisseurs qualifiés. En effet, aucune règle de conduite d'une organisation professionnelle n'était reconnue comme un standard minimum. A l'époque, un organisme comme l'Association suisse des gérants de fortune (ASG) possédait déjà son Code de conduite concernant les devoirs du gérant. Son objectif consistait à lutter contre le blanchiment d'argent et à énoncer les principes relatifs à l'exercice de la profession, dont font partie des dispositions concernant le contrat. Il en allait de même pour toutes les autres associations qui avaient déjà édité leurs propres règles de conduite. Par contre, aucune d'entre elles n'était considérée comme un standard minimum par la FINMA (à l'époque encore CFB)⁶⁰. Ces règles ne liaient que les membres de l'association concernée, et qui plus est, seulement sur le plan interne. Leur valeur en tant qu'usages commerciaux ou professionnels était d'ailleurs débattue⁶¹. Par contre, les directives de l'ASB relatives au mandat de gestion de fortune étaient, quant à elles, considérées comme un standard minimum par la FINMA^{62, 63}. Cependant, leur application ne visait que les banques. C. Bretton-Chevallier juge que ces directives pourraient s'appliquer aux gérants indépendants, de façon supplétive par rapport au Code de l'ASG⁶⁴. Le Tribunal fédéral avait par contre estimé qu'elles étaient applicables à tout gérant professionnel (bancaire ou indépendant)^{65, 66}. C'est entre autres pour mettre un terme

59 Art. 6 al. 2 OPCC.

60 Circ.-FINMA 08/10.

61 BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 79 s., donne un aperçu des positions de la doctrine. Dans un récent arrêt, le TF considère : *"Derartige Ständesregeln können nach der Rechtsprechung als Ausdruck einer Berufsausübung zur Auslegung und Ergänzung eines Vertrags beigezogen werden..."* ATF 132 III 460, c. 4.3.

62 Circ.-FINMA 08/10.

63 Il est à noter qu'avant d'être modifiée et de se conformer à la LPCC, la circulaire FINMA 2008/8 prévoyait expressément que le contrat de gestion de fortune (qu'il soit conclu avec un gérant indépendant, une banque ou un négociant en valeurs mobilières) devait correspondre aux directives ASB le concernant ou à d'autres directives avec des standards équivalents, afin de pouvoir considérer l'investisseur comme qualifié.

64 BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 81.

65 In BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 80, Note n° 209.

66 *Ibid.*, p. 78 ss.

à ce problème que la FINMA a édicté la circulaire FINMA 09/1 sur les “règles-cadres pour la reconnaissance de l’autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal”⁶⁷. Cette circulaire donne des règles de base qui doivent à présent être respectées par les différentes règles de conduite des organisations professionnelles en matière de gestion de fortune, afin que ces dernières puissent être reconnues comme des exigences minimales. Ce choix réglementaire vient du fait que les règles de conduite qui avaient été proposées, par les différentes organisations professionnelles, à l’approbation de la FINMA (à l’époque encore CFB) n’étaient pas homogènes. Dès lors, cette dernière souhaitait éviter une situation de monopole vis-à-vis d’une association particulière, en reconnaissant seulement les règles de conduite de l’une d’entre elles⁶⁸.

Une remarque intéressante concernant cette circulaire est que, initialement, elle avait été conçue expressément pour sortir les gérants de fortune indépendants et leurs clients de l’impasse dans laquelle ils se trouvaient à cause de l’exigence prévue par l’article 6 OPCC et le cm 12 Circ.-FINMA 08/8. Or, la FINMA a finalement décidé que sa circulaire FINMA 09/1 s’appliquerait à toute activité de gestion, même s’il n’y a pas d’obligation pour les différentes organisations d’autorégulation de voir leurs propres règles reconnues par la FINMA⁶⁹. Il est intéressant de remarquer que cette extension à toute la branche a été faite sans une véritable base légale permettant à la FINMA de procéder ainsi.

d) Gérant de fortune indépendant⁷⁰

Le gérant indépendant est lui aussi considéré comme un investisseur qualifié, dès lors que sont remplies les conditions (que nous avons exposées ci-dessus) pour que son client soit jugé comme tel.

Il est également intéressant de souligner que ni la LPCC ni l’OPCC ne prévoient que le gérant de fortune indépendant soit un investisseur qualifié, ce qui, à notre avis, n’a pas beaucoup de sens. En effet, l’on se trouverait face à une situation absurde, dans laquelle le client serait considéré comme un investisseur qualifié du seul fait que ses intérêts sont pris en charge par un gérant, tandis que ce dernier ne le serait pas si des fonds lui sont proposés, alors que c’est lui le professionnel. C’est la FINMA (à l’époque encore CFB) qui a pallié cette position

⁶⁷ A ce propos, voir aussi CFB, RG 2007, p. 84.

⁶⁸ CFB, Rapport règles-cadre (Septembre 2008) ; CFB, RG 2007, p. 84.

⁶⁹ Cm 1 et 7 Circ.-FINMA 09/1.

⁷⁰ Cm 11, lit. f Circ.-FINMA 08/8.

contradictoire, en prévoyant explicitement que le gérant de fortune indépendant est un investisseur qualifié⁷¹, comblant ainsi ce qui semble bien une lacune de la réglementation.

e) Particuliers fortunés⁷²

En ce qui concerne les particuliers fortunés (*high net worth individuals*), notion qui a été introduite par la LPCC, ils sont également, sous certaines conditions, considérés comme des investisseurs qualifiés. En effet, l'OPCC spécifie que sont jugées comme telles les personnes privées qui confirment par écrit, à un intermédiaire financier ou à un gestionnaire de fortune indépendant (pour la définition de ce dernier, nous retrouvons les mêmes conditions analysées dans le paragraphe précédent), qu'elles disposent, au moment de l'achat, de deux millions de francs suisses de fortune nette en placements financiers (un bien immobilier ou un avoir de deuxième pilier ne pouvant pas être pris en compte dans ce calcul).

Il est à noter que c'est précisément ce seuil de deux millions qui a été retenu pour pouvoir considérer les particuliers fortunés comme des investisseurs qualifiés (la circulaire CFB avant la révision du 27 août 2008 le fixait à cinq millions de francs suisses⁷³), montant plus proche des 500 000 euros prévus par l'Union européenne⁷⁴. La définition d'investisseur qualifié est retenue également pour les véhicules de détention patrimoniale constitués pour des particuliers fortunés⁷⁵.

Tous les distributeurs qui font appel au public et qui ne peuvent se prévaloir d'une des exceptions susmentionnées doivent ainsi être autorisés. Par contre, les autres ne seront pas soumis à la LPCC et en conséquence, ils n'auront pas besoin d'une autorisation pour exercer leur activité.

71 Cm 12 Circ.-FINMA 08/8.

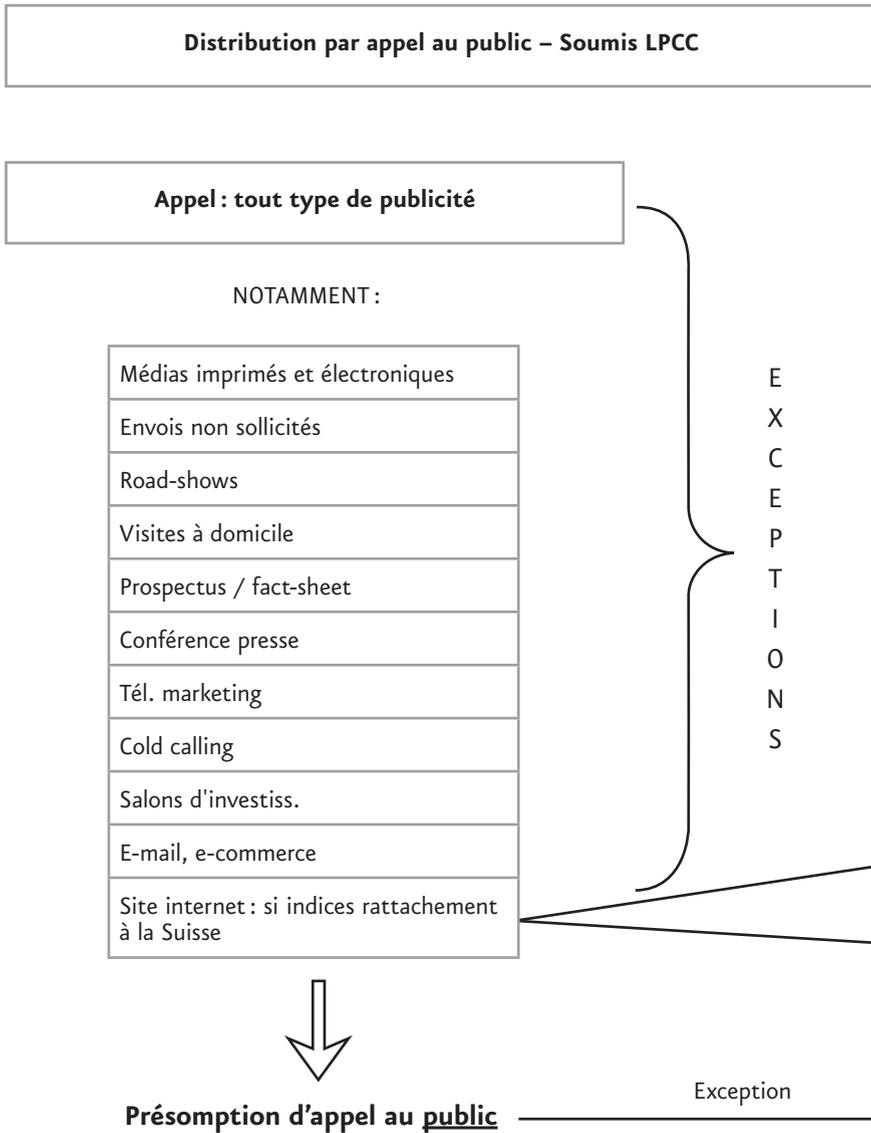
72 Art. 10 al. 3 lit. e LPCC, art. 6 al. 1 OPCC et cm 11, lit. e Circ.-FINMA 08/8.

73 Ch. 16b Circ.-CFB 03/1.

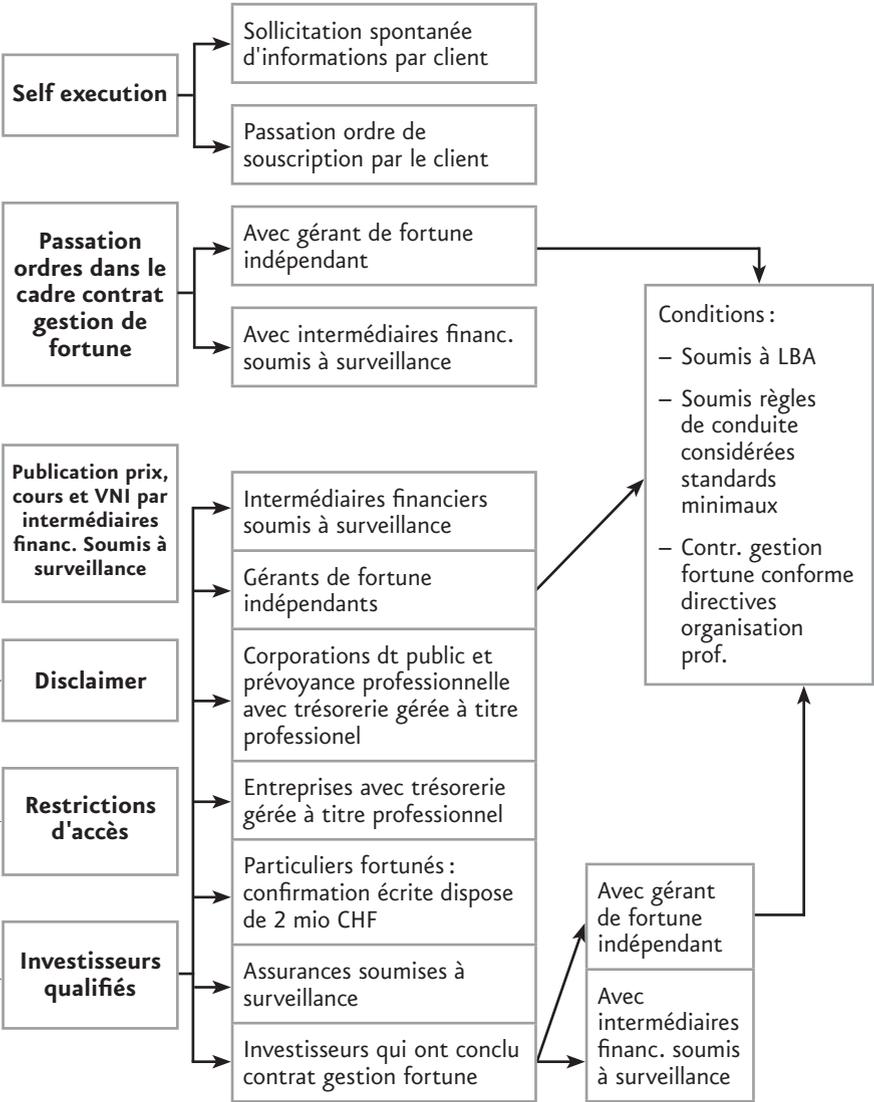
74 § II.1 Annexe II MiFID.

75 Cm 19 Circ.-FINMA 08/8.

Schéma n° 3 : Distribution par et sans appel au public



Distribution sans appel au public



C. Distributeurs avec statut particulier

Trois types de distributeurs méritent une analyse spécifique, en raison de leur statut particulier : les banques, les négociants en valeurs mobilières et les gérants de fortune indépendants.

1. Banque

Les banques sont soumises à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne (LB) et à son ordonnance (OB)⁷⁶, et pour celles qui exercent aussi une activité de négociants en valeurs mobilières, à la LBVM. D'ailleurs, il convient de souligner que la plupart des banques autorisées par la FINMA sont aussi des négociants (au 17 avril 2010, 306 banques sur 329)⁷⁷.

Lorsque la banque distribue des placements collectifs par appel au public, elle est soumise à la LPCC, même si elle est exemptée de toute demande d'autorisation supplémentaire par rapport à celle de banque⁷⁸ (cf. § I.A). Par contre, lorsque la distribution est réalisée sans appel au public, la LPCC n'est pas applicable (cf. § I.B). Parmi tous les cas d'absence d'appel au public, le plus courant pour une banque est probablement celui de la distribution dans le cadre d'un contrat écrit de gestion de fortune, pour lequel nous rappelons que le client est considéré comme un investisseur qualifié⁷⁹.

Ainsi, une banque qui distribue des fonds par appel au public sera soumise à la LB, à la LPCC et à l'autorégulation connexe et, lorsqu'elle a aussi le statut de négociant, à la LBVM.

2. Négociant en valeurs mobilières

Le négociant en valeurs mobilières est soumis à la loi sur les bourses et les valeurs mobilières (LBVM) et à son ordonnance (OBVM).

Lorsqu'il distribue des placements collectifs par appel au public, il sera soumis à la LPCC, même s'il est dispensé de toute demande d'autorisation supplémentaire⁸⁰ par rapport à celle qui est déjà requise par la LBVM pour son activité de négociant⁸¹ (cf. § I.A). Par contre, lorsque la distribution est effectuée sans appel au public, la LPCC n'est pas applicable (cf. § I.B).

⁷⁶ RS 952.0 et RS 952.02.

⁷⁷ FINMA, Liste des banques et négociants autorisés.

⁷⁸ Art. 8 OPCC.

⁷⁹ Art. 10 al. 3 lit. f LPCC et cm 11 Circ.-FINMA 08/8.

⁸⁰ Art. 8 OPCC.

⁸¹ Art. 10 LBVM.

En conséquence, le négociant-distributeur de fonds par appel au public sera soumis à un triple jeu de règles : celles de la LBVM, de la LPCC et de l'autorégulation connexe. A l'opposé, le négociant-distributeur de fonds sans appel au public sera soumis seulement aux règles de la LBVM.

3. Gérant de fortune indépendant

D'une manière générale, la profession de gérant de fortune indépendant n'est soumise ni à autorisation prudentielle ni à surveillance. Par ailleurs, jusqu'à présent, elle n'était pas non plus soumise à une législation *ad hoc*, mis à part celle qui est liée à la lutte contre le blanchiment d'argent. La FINMA a peut-être voulu remédier, du moins en partie, au manque de législation concernant les gérants ; d'où l'instauration de la circulaire FINMA 09/1 sur les règles-cadres, pour la reconnaissance de l'autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal.

Au-delà de cette problématique, le gestionnaire indépendant pourrait agir en tant que distributeur. Dans ce cas, il faudrait examiner la nécessité d'obtenir une autorisation, au sens des articles 13 al. 2 lit. g et 19 LPCC. Pour trancher ce problème, il convient de vérifier si un gérant de fortune indépendant fait appel au public lorsqu'il propose des parts de placements collectifs à ses clients.

En ce qui concerne le cas du gérant indépendant au bénéfice d'un mandat de gestion de fortune, nous avons déjà vu que l'appel au public est exclu si les conditions de l'article 6 al. 2 OPCC sont remplies. Ceci nous semble cohérent, étant donné que dans la plupart des cas, un gestionnaire de fortune indépendant est au bénéfice d'un mandat discrétionnaire, grâce auquel il choisira lui-même les investissements pour ses clients (en principe compatibles avec la politique d'investissement choisie). De plus, le fait de recourir à un gérant implique justement de se dessaisir de la gestion de son patrimoine. En effet, le gérant prend les décisions d'investissements de manière indépendante, sans en référer au préalable à ses clients (et aussi sans leur remettre la moindre publicité, sous quelque forme que ce soit). D'autant plus que le devoir d'information (art. 398 CO) à la charge du gérant n'implique pas un devoir de renseigner son client sur chaque investissement auquel il veut procéder⁸². Dans cette hypothèse, le gérant ne sera soumis ni à la LPCC, ni aux autres règles qui en découlent.

Le problème se pose différemment lorsque le gérant n'est pas au bénéfice d'un mandat de gestion discrétionnaire, mais plutôt d'un contrat de conseil selon lequel il fait des propositions d'investissements à ses clients qui décident ou non

82 BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 94 ss.

de les suivre. Afin que ces derniers puissent prendre de telles décisions, le gérant devra leur fournir des informations précises sur le placement conseillé ainsi par exemple qu'un prospectus. Le simple fait de remettre ce prospectus, le *fact sheet*, ou encore des informations sur les possibilités de souscription à des fonds fait tomber le gérant qui propose des prestations de conseil en placement dans le domaine de l'appel au public. En effet, l'article 6 OPCC spécifie qu'il faut avoir conclu "un contrat de gestion de fortune écrit avec un gestionnaire indépendant" pour appartenir à la catégorie des investisseurs qualifiés et ainsi sortir de l'appel au public; et un contrat de conseil ne saurait être qualifié de contrat de gestion. Il s'ensuit que le gérant au bénéfice d'un contrat de conseil en placement doit posséder une autorisation de distribution pour les placements collectifs proposés à ses clients, à moins qu'il ne puisse bénéficier d'autres exceptions (telles que la distribution à des personnes fortunées)⁸³. En conséquence, le gérant qui conclut un contrat de conseil sera soumis à la LPCC et à l'autorégulation qui en dérive.

La solution semble quelque peu étrange, dès lors que c'est la même personne (ou société) qui doit demander ou non une autorisation selon le service qu'elle fournit. Toutefois, à notre sens, cela ne pose pas de problème au regard du caractère différent, bien que complémentaire, des deux activités.

II. Le promoteur

Avant tout, il convient de préciser que nous analysons ici le promoteur en tant qu'élément de la chaîne de distribution et en tant que distributeur.

Dans les définitions initiales, nous avons spécifié que la terminologie de "promoteur" faisait référence à la direction de fonds, à la SICAV et à la SICAF. Nous pouvons donc remarquer que l'on parle toujours d'une société (anonyme) qui ne peut pas cumuler plusieurs casquettes. En d'autres termes, le promoteur n'a pas le droit de posséder en même temps le statut de banque et/ou celui de négociant⁸⁴. Par contre, dans la pratique, il est très fréquent que les banques créent leur propre société (direction de fonds, SICAV, SICAF, société en commandite), afin de gérer leurs propres fonds (bien entendu, cette possibilité est valable aussi pour les négociants et les gestionnaires indépendants).

Le promoteur a deux possibilités : soit il fait distribuer les parts et/ou actions de son fonds par un distributeur, soit il les distribue lui-même (promoteur-distributeur).

⁸³ Cette solution serait exactement la même si à la place d'un gérant de fortune, il s'agissait d'un conseiller en placement.

⁸⁴ Art. 29, 36 et 110 LPCC.

buteur). En réalité, cette dernière situation est très rare puisque le plus souvent, le promoteur et le distributeur sont deux personnes juridiques différentes, même s'ils appartiennent au même groupe.

En outre, lorsque nous parlons du promoteur, il y a lieu de toujours opérer une distinction entre le promoteur suisse et le promoteur étranger, car ils sont soumis à des régimes différents.

A. Promoteur suisse

1. Simple promoteur

En ce qui concerne le promoteur suisse, la situation est relativement simple, car il est toujours soumis à la LPCC et à l'autorégulation. Il a dans tous les cas l'obligation d'obtenir une autorisation afin d'exercer son activité⁸⁵ et, selon qu'il s'agit d'une direction de fonds, d'une SICAV ou d'une SICAF, il devra respecter toutes les prescriptions normatives qui lui sont propres.

Le promoteur qui ne souhaite pas s'occuper de la distribution de ses fonds fera appel à un distributeur dont le traitement changera selon qu'il fait ou non appel au public (cf. p. 73).

2. Promoteur-distributeur

Lorsqu'un promoteur suisse distribue lui-même les parts de son fonds, il devra respecter, en plus des règles le concernant, celles qui sont relatives aux distributeurs et qui seront différentes selon qu'il fait ou non appel au public (cf. § I).

Pour ce qui est de la direction de fonds, la distribution est explicitement considérée comme étant une "[...] activité[s] relevant de la gestion de fonds de placement [...]"⁸⁶. La direction est expressément exemptée de demande d'autorisation pour exercer une activité en tant que distributeur par appel au public, car elle en possède déjà une de par son statut de direction⁸⁷.

En revanche, pour la SICAV et la SICAF, la situation n'est pas aussi claire. En effet, les deux formes de société ont comme unique but autorisé la gestion collective de capitaux ; il leur est en particulier interdit de fournir des prestations telles que la gestion de fortune et le conseil en investissement⁸⁸. Pour notre part, nous

⁸⁵ Art 13 et ss LPCC et art. 7 et ss OPCC.

⁸⁶ Art. 46 al. 1 lit. d'OPCC.

⁸⁷ Art. 8 al. 1 LPCC.

⁸⁸ Art. 52 et 122 al. 1 OPCC.

estimons que la distribution de ses propres actions fait partie de la gestion collective de capitaux, mais seulement dans la mesure où elle n'est pas accompagnée d'autres activités comme le conseil ou la gestion de fortune. Cette interprétation est corroborée par la directive de distribution de la SFA, qui prévoit que "les dispositions pour les distributeurs doivent également être respectées par les promoteurs⁸⁹ qui effectuent directement la distribution de placements collectifs"⁹⁰. Par contre, un indice défavorable concerne le fait que la SICAV et la SICAF ne sont pas dispensées, comme la direction, de l'obligation d'obtenir une autorisation en tant que distributeur⁹¹. En conséquence, si elles pouvaient distribuer leurs propres parts par appel au public, elles se devraient de demander une autorisation complémentaire, ce qui, à notre avis, n'a pas beaucoup de sens.

B. Promoteur étranger

Le promoteur étranger, quant à lui, est obligé d'obtenir une approbation pour distribuer ses fonds au public en Suisse ou depuis la Suisse. Pour ce faire, il doit nommer un représentant de placements collectifs étrangers (cf. § ci-dessous), lequel distribuera lui-même les fonds, ou bien les fera distribuer par un tiers⁹².

III. Le représentant de placements collectifs étrangers

Nous avons vu que parmi les fonds distribués en Suisse avec appel au public, environ quatre fonds sur cinq sont étrangers (cf. chapitre 4). Ainsi, le représentant de placements collectifs étrangers est un acteur incontournable au sein du marché suisse des placements collectifs.

Son rôle consiste surtout à représenter le promoteur étranger vis-à-vis des investisseurs et de l'autorité de surveillance⁹³ (cf. p. 32). La situation du représentant de fonds étrangers est très semblable à celle du promoteur suisse. Il peut soit distribuer lui-même les fonds étrangers dont il a la charge, soit en confier la distribution à un distributeur⁹⁴. Dans la première hypothèse, il est exempté

89 Par "promoteurs", la directive entend notamment la SICAV et la SICAF, cm 4 à 8 dir. distribution SFA.

90 Cm 10 dir. distribution SFA.

91 Art. 8 al. 1 LPCC.

92 Art. 120 al. 2 lit. d LPCC.

93 Art. 123 LPCC.

94 Cf. MÜLLER (2001), p. 137.

de l'obligation de demander une autorisation supplémentaire par rapport à celle qu'il possède déjà en tant que représentant⁹⁵. Par contre, en plus des dispositions le concernant, il devra respecter celles qui visent les distributeurs (cf. § 1). Dans la deuxième hypothèse, il fait appel à un distributeur dont le traitement changera selon qu'il fait ou pas appel au public.

Le représentant de fonds étrangers peut également avoir un autre statut qui se greffe à celui de représentant. En effet, il pourra aussi être une banque (cas typique de la banque suisse qui a créé des fonds à l'étranger qu'elle distribue elle-même en Suisse), et/ou un négociant et/ou un gérant de fortune indépendant. Pour l'analyse de ces hypothèses, nous renvoyons à ce que nous avons déjà dit à propos des distributeurs qui ont aussi un statut de banque, négociant ou gérant (cf. p. 90 ss).

⁹⁵ Art. 8 al. 3 OPCC.

CHAPITRE 8 : LES RELATIONS CONTRACTUELLES

Après avoir analysé comment le législateur appréhende les différentes parties proposant des prestations de distribution de fonds, nous allons à présent nous pencher sur les relations contractuelles que celles-ci nouent entre elles ainsi qu'avec l'investisseur.

I. Relation entre le promoteur et le distributeur

Cette relation peut se tisser uniquement lorsque le promoteur ne distribue pas lui-même les parts de ses fonds, car dans ce cas, il ne fait pas appel aux services d'un éventuel distributeur.

A. Relation contractuelle préalable à la vente de parts à l'investisseur

La relation entre le promoteur et le distributeur est souvent le premier maillon de la chaîne de distribution. En effet, ce n'est généralement qu'après avoir conclu un contrat de distribution que le distributeur s'adresse à des investisseurs potentiels, pour leur proposer les parts des fonds du promoteur.

1. Promoteur suisse

La LPCC, à laquelle tous les promoteurs suisses sont soumis, prévoit que lorsqu'ils veulent faire distribuer des parts de leurs placements collectifs par des tiers, ils doivent conclure un contrat de distribution avec ces derniers (art. 24 al. 2 LPCC)¹. De plus, pour les distributeurs soumis à autorisation, la conclusion d'un tel contrat constitue l'une des conditions requises en vue de l'obtention de celle-ci (cf. p. 76).

De prime abord, la teneur de cette disposition semblerait imposer au promoteur de conclure un tel contrat quel que soit son interlocuteur (distributeur qui fait ou non appel au public). Nous ne sommes en revanche pas de cet avis, car pour la LPCC, la seule distribution qui la concerne est celle par appel au public

¹ Ceci est valable aussi pour les distributeurs par appel au public (cf. p. 73) qui désirent faire appel à des sous-distributeurs.

(cf. p. 73); elle ne saurait ainsi imposer une obligation pour une activité qui sort de son champ d'application.

Quant aux directions de fonds et SICAV, les règles de conduite SFA sont aussi applicables. Qui plus est, elles ont valeur d'exigence minimale (art. 20 LPCC al. 2 et circulaire FINMA 08/10). Celles-ci précisent que le contrat de distribution qui doit être conclu entre la direction ou la SICAV et le distributeur doit se fonder exclusivement sur les directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux (qui constituent également un standard minimum) et sur le contrat modèle de la SFA^{2, 3}. Ces directives précisent qu'elles s'appliquent seulement à la distribution par appel au public, ce qui signifie que si le distributeur ne fait pas d'appel au public, le promoteur n'est pas obligé de conclure avec lui ledit contrat modèle. La SFA, tout en recommandant de conclure un contrat en se fondant sur son contrat modèle, même en l'absence d'appel au public, propose un exemple de contrat pour les placements privés, qui n'est toutefois pas obligatoire⁴.

Ce contrat modèle règle les points minimaux de la relation entre les deux parties, lesquelles peuvent le modifier selon leurs besoins. En ce qui concerne sa nature juridique, il est à qualifier de mandat^{5, 6}. En effet, le distributeur, qui agit en nom et pour le compte du promoteur (représentation directe, clause 2.1)⁷, s'engage à proposer à la vente les parts du fonds de ce dernier aux investisseurs potentiels. En échange, il est prévu qu'il reçoive une indemnité (clause 2.2) qui, comme nous l'avons vu (cf. chapitre 5), prend généralement la forme de rétrocessions⁸. Le modèle de contrat pour les placements privés diffère en ce qu'il ne couvre pas les domaines qui, selon la SFA, ne revêtent pas beaucoup d'importance pour les placements privés. Cependant, il doit toujours être qualifié de mandat⁹. En effet, il prévoit que le distributeur s'engage à placer les parts d'un fonds au nom et pour le compte du promoteur à des investisseurs potentiels sans appel au public; en contrepartie, il reçoit une compensation.

En ce qui concerne les SICAF, elles n'entrent pas dans le champ d'application des règles de conduite SFA. Par ailleurs, le contrat modèle ne les prend pas en compte dans son intitulé. En revanche, sur la base de l'article 24 LPCC, elles sont

2 Cm 88 Règles de conduite SFA.

3 Contrat modèle SFA et B8 Guide pratique distributeur CFB, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html.

4 Exemple contrat SFA pour placement privé de fonds.

5 Art. 394 et ss CO, RS 220; à ce propos, voir CR CO I-WERRO, 394 CO N 2 et 38-40 et HONSELL (2003), p. 302 ss.

6 Un indice, en ce sens, est d'ailleurs donné par la terminologie utilisée dans les clauses 1.2 et 2.1; LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 59.

7 WEBER/ISELI (2008), N 331.

8 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 59.

9 Introduction, Exemple contrat SFA pour placement privé de fonds.

soumises, d'une part, à l'obligation de conclure un contrat de distribution afin de déléguer la distribution de leurs parts à des tiers, et d'autre part, aux directives de distribution de la SFA¹⁰. Ces dernières prévoient notamment l'utilisation du contrat modèle, ce qui est en contradiction avec le fait que la SICAF n'apparaît pas dans son intitulé. Dans tous les cas, il nous semble clair qu'un tel contrat doit être conclu et, à ce propos, nous renvoyons à ce que nous avons dit ci-dessus.

2. Promoteur étranger

Comme nous l'avons déjà mentionné, le promoteur étranger qui distribue ses fonds au public – en Suisse ou depuis la Suisse – doit entre autres nommer un représentant de placements collectifs étrangers¹¹ autorisé¹². Dès lors, le représentant est soumis à la loi et aux règles d'autorégulation qui sont considérées comme des standards minimums par la FINMA. Ainsi, pour ce qui est du contrat de distribution, il est assujéti, tout comme pour le promoteur suisse, à l'article 24 LPCC (obligation de conclure un contrat de distribution lorsqu'il veut confier la distribution des fonds à des tiers) et aux règles de conduite SFA. Ces dernières prévoient aussi à son égard que le contrat de distribution, qui doit être conclu entre le représentant et le distributeur, doit reposer exclusivement sur les directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux (lesquelles représentent également une exigence de valeur minimale) et sur le contrat modèle de la SFA¹³. En ce qui concerne la qualification de mandat dudit contrat, nous renvoyons à ce que nous avons évoqué dans le paragraphe précédent.

Par contre, les promoteurs étrangers ne proposant pas de prestation de distribution au public ne sont soumis ni à la LPCC, ni à l'autorégulation et n'ont, en conséquence, pas besoin de demander l'approbation à la FINMA. Dans cette hypothèse, ils peuvent quand même distribuer des fonds en Suisse, à la condition qu'il n'y ait pas d'appel au public. Dans ce cas, leur relation avec le distributeur est régie par le contrat qu'ils vont conclure et que la pratique appelle fréquemment "*referral agreement*", "*introducing agreement*" ou "*private placement agreement*" (c'est d'ailleurs le même type de contrat que celui pour les placements privés dont la SFA propose un modèle)¹⁴. A nouveau, ce type de contrat prévoit que le distributeur s'engage à placer des parts d'un fonds au nom et pour le compte du promoteur à des investisseurs potentiels, sans aucun appel au public. En contrepartie, il

10 Art. 20 al. 2 LPCC, Circ.-FINMA 08/10 et cm 6 dir. distribution SFA.

11 Art. 123 LPCC.

12 Art. 13 al. 2 lit. h LPCC. L'obtention de ladite autorisation est soumise à conditions, art. 14 LPCC.

13 P. 98, notes n^{os} 2 et 3.

14 P. 98, note n^o 3.

reçoit une compensation sous forme de rétrocessions. Etant donné que le distributeur agit au nom du promoteur, le contrat de fonds de placement ou la souscription des parts sont conclus et produisent directement leurs effets entre le promoteur et l'investisseur. De par leurs caractéristiques, ces contrats entre promoteurs et distributeurs peuvent aussi être qualifiés de contrats de mandat¹⁵. Dans une décision du 13 mai 2005¹⁶, la Cour de justice de Genève a qualifié le contrat de distribution conclu entre une SICAV luxembourgeoise et un distributeur suisse de contrat *sui generis*, qui se rapproche du contrat d'agence et qui contient certains éléments d'une commission¹⁷. Nous ne partageons pas cet avis, car si on qualifiait ce contrat de contrat d'agence, le distributeur serait obligé de s'employer à vendre les parts du promoteur¹⁸; et dans le cas d'une commission, le distributeur devrait agir en son propre nom¹⁹. Or, le contrat de distribution ne présente aucune de ces deux caractéristiques.

3. Points communs entre les promoteurs suisses et étrangers

Ce qui est important dans la relation qui existe entre le promoteur et le distributeur n'est pas tant le fait de savoir si ce dernier fait ou non appel au public, mais plutôt si le promoteur est suisse ou étranger. Dans cette deuxième hypothèse, il convient de se demander dans quelle mesure son fonds doit être soumis ou non à approbation. Par contre, le point commun de ces différentes hypothèses réside dans le fait que lorsqu'un contrat est conclu entre ces deux parties, il est à qualifier de mandat. En effet, ces contrats ont toujours pour objet des services rendus par une personne et ce, sans promesse de résultat. De plus, le mandataire, qui est rémunéré par les rétrocessions (cf. chapitre 5), agit au nom et pour le compte du mandant en tant que son représentant direct²⁰. D'ailleurs, le contenu de ces contrats laisse la part belle à la rémunération, car une bonne partie de la négociation portera sur le niveau des rétrocessions payées par le promoteur au distributeur.

15 Pour le mandat : Art. 394 et ss CO, RS 220 ; CR CO I-WERRO, 394 CO N 2 et 38-40 et HONSELL (2003), p. 302 ss.

16 CJGE, ACJC/600/05 du 13 mai 2005.

17 C. 3.2 in fine, *ibid.*

18 Sur cette caractéristique du contrat d'agence : WEBER/ISELI (2008), N 265 ; CR-CO I-DREYER, 418c CO N3. Sur la non-qualification du contrat de distribution comme contrat d'agence : LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 57.

19 Sur cette caractéristique du contrat de commission : WEBER/ISELI (2008), N 267 ; CR-CO I-VON PLANTA, 425 CO N3. Sur la non-qualification du contrat de distribution comme contrat de commission : LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 57.

20 Art. 396 CO, CR CO I-WERRO, 396 CO, N 7-8 et art. 396 CO BaKo-WEBER, CO 396.

De ce fait, lorsque la relation entre promoteur et distributeur est soumise au droit suisse, les règles du CO concernant le mandat seront applicables, en particulier l'article 398 al. 2, qui prévoit un devoir de diligence et de fidélité.

B. Aucune relation contractuelle préalable à la vente de parts à l'investisseur

Jusqu'ici, nous sommes partis du présupposé qu'avant de proposer des parts à un investisseur, le distributeur et le promoteur ont tous deux tissé une relation contractuelle. Mais qu'en est-il lorsqu'un investisseur s'adresse à son distributeur (par exemple sa banque) pour lui demander d'acheter un fonds pour lequel ce distributeur n'est pas au bénéfice d'un contrat de distribution? La situation sera probablement assez similaire: le distributeur prendra contact avec le promoteur en question et ils négocieront leur collaboration. Si l'investissement ou la taille du distributeur ne sont pas très importants, il n'y aura pas conclusion d'un contrat de distribution, ni de rétrocessions²¹. La conclusion d'un tel contrat n'est d'ailleurs pas forcément nécessaire, bien qu'elle soit d'usage à partir d'un certain volume de transactions²².

Du point de vue du distributeur, nous avons vu que lorsqu'il fait appel au public, l'obtention de l'autorisation d'exercer son activité est subordonnée à la présentation d'un contrat de distribution²³. Par contre, il ne doit pas présenter l'ensemble des contrats qu'il a conclus avec les différents fonds qu'il distribue, ni fournir de mises à jour. En conséquence, il n'y a pas pour lui une obligation formelle de conclure un tel contrat pour chaque fonds.

Du point de vue du promoteur, nous avons vu qu'il est soumis à l'obligation de conclure un contrat de distribution dès lors qu'il veut faire distribuer, par appel au public, ses fonds par des tiers (cf. § 1 et 2). Dans cette hypothèse, cette obligation devrait-elle se répercuter sur chaque distributeur amené à le contacter? Nous pensons que non, car cette condition concerne les promoteurs qui souhaitent confier la distribution de leurs parts à un distributeur et non le distributeur qui s'adresse à un promoteur. A notre avis, la limite se situe probablement au moment où la relation devient régulière et systématique.

En l'absence d'un tel contrat, le distributeur et le promoteur ne sont donc pas liés par une relation de mandat et, dans la plupart des cas, le distributeur agira en tant que représentant direct ou indirect de l'investisseur.

21 NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 345.

22 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 56.

23 Art. 30 al. 1 lit. c OPCC et B8 Guide pratique distributeur CFB, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html).

II. Relation entre le distributeur et l'investisseur

L'investisseur dont l'objectif est d'investir dans un fonds peut s'adresser soit directement au promoteur (lorsqu'il distribue lui-même ses fonds), soit au distributeur. Nous nous concentrerons ici sur cette deuxième hypothèse.

Globalement, la relation entre le distributeur et l'investisseur peut entrer dans deux cas de figure : le distributeur et l'investisseur ne sont pas liés par une relation contractuelle ; ou bien le distributeur est le mandataire de l'investisseur. A cette distinction générale, il convient d'ajouter l'analyse du distributeur qui a un statut particulier (gérant de fortune, négociant ou banque). Par contre, le fait que le distributeur fasse ou non appel au public n'est pas déterminant pour la qualification de sa relation avec l'investisseur. En effet, l'appel au public revêt de l'importance par rapport à l'application de la réglementation concernant les fonds aux distributeurs.

A. Aucune relation contractuelle

Cette hypothèse est typiquement réalisée lorsque l'investisseur s'adresse lui-même au distributeur qui est au bénéfice d'un contrat de distribution – par exemple après avoir vu une publicité – en lui indiquant quel fonds il désire acquérir. En effet, dans ce cas, aucune relation contractuelle ne s'instaure entre le distributeur et son client, car le distributeur agit en tant que simple mandataire représentant direct du promoteur²⁴. En conséquence, le contrat de placement ou la souscription des parts conclus par l'investisseur déploient leurs effets directement entre ce dernier et le promoteur, sans qu'un rapport contractuel ne s'instaure entre le distributeur et l'investisseur²⁵.

De même, que se passe-t-il si l'on conserve ce cas de figure, mais avec un distributeur qui, cette fois-ci, n'est pas au bénéfice d'un contrat de distribution le liant au promoteur ? Dans cette hypothèse, le distributeur contactera le promoteur, mais en agissant pour le compte de l'investisseur (soit en son propre nom, soit au nom de l'investisseur). Dès lors, nous nous retrouvons dans une relation de mandat, notion que nous allons à présent analyser.

²⁴ WEBER / ISELI (2008), N 253.

²⁵ LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 61 ; SCHMID, cm 43.

B. Relation de mandat

Dans certaines situations, le distributeur et l'investisseur peuvent être liés par un contrat de mandat²⁶. Cela peut être le cas, par exemple, lorsque le distributeur conseille l'investisseur au sujet de ses placements²⁷ (qu'il ait conclu ou non un contrat *ad hoc*); lorsqu'il gère son portefeuille²⁸; ou encore lorsque l'investisseur charge le distributeur d'acquérir, en son nom, un fonds pour lequel il n'est pas au bénéfice d'un contrat de distribution.

Le distributeur qui agit pour le compte de l'investisseur pourra intervenir soit au nom de ce dernier, soit en son propre nom, c'est-à-dire respectivement en tant que son représentant direct ou indirect²⁹.

Lorsque le distributeur se charge d'acheter des parts pour le compte de l'investisseur mais en son propre nom, le contrat pourrait être qualifié de commission³⁰. Par contre, cette possibilité n'est valable que si les parts prennent la forme de papiers-valeurs ou de droits-valeurs³¹ et qu'une provision, qui est un élément constitutif de ce contrat³², est payée directement par l'investisseur au distributeur. En réalité, dans la pratique, il est rare que l'investisseur "paie" le distributeur de cette manière, à moins que le distributeur ne soit un négociant en valeurs mobilières³³. Cependant, le fait de qualifier ce contrat de commission ne constitue pas un facteur essentiel, car si ce n'est pas le cas, nous sommes alors en présence d'un contrat de mandat simple dont les règles s'appliquent de façon supplétive au contrat de commission³⁴.

En présence d'un tel contrat de mandat (ou même de commission) entre le distributeur et l'investisseur, les règles du CO les concernant seront applicables. Plus précisément encore, le premier aura un devoir de bonne et fidèle exécution vis-à-vis du second, résultant de l'article 398 al. 2.

Nous avons vu précédemment que la plupart du temps, le distributeur est lié au promoteur par un contrat de distribution, par le biais duquel il agit en tant que

26 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 61; SCHMID, cm 45; WEBER/ISELI (2008), N 253.

27 Contrat de conseil en placement, à ce sujet: LOMBARDINI (2008), pp. 789-799 et GUGGENHEIM (2000), p. 205 ss.

28 Contrat de gestion de fortune, à ce sujet: BRETTON-CHEVALLIER (2002), LOMBARDINI (2008), pp. 801-824 et GUGGENHEIM (2000), p. 212 ss.

29 CR CO I-CHAPPUIS, 32 CO, N 10 ss; CR CO I-WERRO, 396 CO, N 7-8 et CR CO I-WERRO, 401 CO, N 5.

30 Sur le contrat de commission: BaKo-VON PLANTA/LENZ, 425-438 CO; CR-CO I-VON PLANTA, 425-438 CO. Sur le contrat de commission concernant des valeurs mobilières: ZOBL/KRAMER (2004), pp. 453-463.

31 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 62 et SCHMID, cm 44.

32 CR CO I-VON PLANTA, 425 CO, N 5.

33 Selon entretien avec la pratique.

34 BRETTON-CHEVALLIER (2002), pp. 118-119.

représentant direct. Cela signifie que chaque fois qu'il est également mandataire représentant de l'investisseur (par exemple dans le cas d'un gérant de fortune indépendant), nous nous retrouvons face à une situation de double représentation. En principe, celle-ci est interdite, à moins qu'il n'existe aucun risque de conflits d'intérêts ou que l'acte ne soit approuvé³⁵.

Il convient également d'adjoindre à ce raisonnement la problématique liée au statut du distributeur. En effet, selon que le distributeur est un négociant ou une banque, il sera soumis à un régime légal *ad hoc* supplémentaire, qui le touchera aussi dans son rôle de distributeur de fonds.

C. Cas particuliers

1. Distribution par une banque

Dans ce cas de figure, le rapport établi entre une banque faisant office de distributeur d'une part, et son client d'autre part, s'inscrit dans le cadre plus étendu de leur relation bancaire. Pour cette raison, il convient d'analyser cette dernière afin de mettre en lumière les règles devant être appliquées.

Lorsque la banque est également négociant en valeurs mobilières (ce qui est très souvent le cas³⁶), et qu'elle achète et vend des parts de fonds pour ses clients, les éléments présentés dans le paragraphe suivant (auquel nous renvoyons le lecteur) sont aussi valables.

Si la banque est liée à son client par un contrat de gestion de fortune ou de conseil en placement, leur relation est qualifiée de mandat³⁷, tout comme pour le distributeur gérant de fortune indépendant (cf. § II.C.3).

Nous allons ici considérer l'hypothèse, très théorique, selon laquelle la banque n'est ni négociant ni gérant de fortune, afin de mettre en évidence les relations contractuelles qui se nouent entre les parties dans ce cas précis. D'une manière générale, le rapport banque-client a déjà fait couler beaucoup d'encre. La doctrine est habituellement opposée à la reconnaissance d'un contrat bancaire global qui encadrerait leur relation et la soumettrait aux règles du mandat³⁸. En conséquence, le droit applicable à cette relation dépendra des différents contrats que la banque et son client auront conclus entre eux.

³⁵ CR CO I-CHAPPUIS, 33 CO, N 32 ; CR CO I-WERRO, 398 CO, N 29.

³⁶ Cf. p. 90.

³⁷ ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), p. 126.

³⁸ Sur le sujet : WEBER/ISELI (2008), N 126 ; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 114 ; LOMBARDINI (2008), p. 332 ; GUGGENHEIM (2000), p. 26.

Lorsque le client d'une banque est titulaire d'un compte courant et qu'il a conclu un contrat de giro bancaire, les règles applicables seront celles du prêt ou du dépôt (selon la qualification donnée au dépôt d'une somme d'argent en banque) et du mandat (du fait que la banque se charge du trafic de paiement)³⁹. Par contre, s'il est titulaire d'un ou de plusieurs comptes dépôts (éventuellement en plus de son compte courant), pour lesquels la banque s'engage à garder et à administrer les titres dont il reste toutefois propriétaire, les règles applicables seront celles du dépôt régulier (472 CO) et du mandat, en ce qui concerne l'obligation d'exécuter les services liés à l'administration des titres⁴⁰. Dans tous les cas mentionnés ci-dessus, nous sommes presque toujours en présence d'éléments du mandat qui caractérisent la relation entre le client et sa banque.

Par contre, lorsque la banque distributeur de fonds achète des parts sur la base d'un ordre donné par le client, qui n'a pas au préalable pris de conseil auprès de la banque même, nous sommes dans un cas d'*execution only*. Alors, la banque qui est liée par un contrat de distribution avec le promoteur agira en tant que simple représentante directe de ce dernier et la relation avec l'investisseur ne peut être qualifiée de mandat⁴¹. Dans cette hypothèse, nous renvoyons à l'analyse que nous avons fait du rapport entre le distributeur et l'investisseur aux § II.A. Naturellement, il en va de même lorsque l'ordre est donné via Internet.

En conséquence, chaque fois que la relation de base, sur laquelle se greffe l'achat des parts de fonds, contient des éléments du mandat (dans les hypothèses que nous avons prises en compte, cela est toujours le cas), les dispositions concernant ce contrat, en particulier les devoirs de diligence et de loyauté, seront applicables aussi à la relation qui s'instaure entre la banque-distributeur et le client.

2. Distribution par un négociant en valeurs mobilières

Nous avons établi que le type de négociant pouvant être assimilé à un distributeur de parts de fonds est le négociant pour compte de client (cf. p. 50). Lorsque celui-ci achète et vend des valeurs mobilières en son propre nom et pour le compte du client, il conclut avec lui autant de contrats de commission que de transactions⁴². Si

39 EMCH/RENZ/ARPAGAU (2004), N 538; ROTH (2007), pp. 15-16; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 114 note 397 et p. 117; GUGGENHEIM (2000), p. 491; DE CAPITANI (1998), p. 30.

40 EMCH/RENZ/ARPAGAU (2004), N 538; ROTH (2007), pp. 15-16; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 114; DE CAPITANI (1998), p. 30; selon GUGGENHEIM (2000), p. 148, la banque agit seulement comme mandataire; ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), p. 127, nuance entre différentes situations.

41 ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), p. 128.

42 Art. 425 ss CO; BaKo-VON PLANTA/LENZ, CO 425, N 2; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 118.

le négociant agit en tant que contrepartie du client, il existe un débat au sein de la doctrine⁴³ pour savoir si ce sont les règles sur la vente ou sur la commission qui doivent être appliquées. Par contre, la doctrine est d'accord sur le fait que les règles sur la vente sont toujours applicables aux transactions sur devises, sur valeurs négociées hors bourse et également pour les nouveaux titres pris fermes⁴⁴.

Cela signifie que le négociant pour compte de client qui pratique le commerce de valeurs mobilières est soumis, dans ses rapports avec les clients, à deux niveaux de règles : la LBVM et les dispositions du CO concernant soit la commission, soit la vente. Dans les deux cas, il aura un devoir de diligence et de loyauté vis-à-vis du client, lequel découle de l'article 11 LBVM et éventuellement de l'article 398 CO⁴⁵.

Lorsque le négociant est lié par un contrat de distribution avec le promoteur et qu'il n'existe pas de relation avec l'investisseur qui puisse être qualifiée de mandat (ce qui est réalisé lorsque l'on considère que ledit contrat est à qualifier de vente), il agira en tant que simple représentant direct du promoteur. A notre avis, il sera malgré cela soumis à l'article 11 LBVM (devoir de loyauté, de diligence et d'information) de par son statut de négociant.

Si le négociant est lié à son client par un contrat de gestion de fortune ou de conseil en placement, leur relation est qualifiée de mandat, tout comme pour le distributeur gérant de fortune indépendant (cf. § ci-dessous).

3. Distribution par un gestionnaire de fortune indépendant

Lorsque le distributeur est un gestionnaire de fortune, celui-ci conclut avec son client soit un mandat de gestion, soit un contrat de conseil en placements. Dans les deux cas, il s'agit d'un contrat de mandat et les règles du CO le concernant sont applicables⁴⁶.

43 Nous n'allons pas nous pencher plus longuement sur ce point. Sur le sujet : LOMBARDINI (2008), p. 717 ss ; ZOBEL/KRAMER (2004), N 1232 et 1260 ; DE CAPITANI (1998), p. 31 ; ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), p. 127.

44 BaKo-VON PLANTA/LENZ, CO 425, N 2 ; BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 118.

45 BaKo-VON PLANTA/LENZ, CO 426, N 6.

46 Pour une analyse approfondie de la relation entre le gérant de fortune et son client : BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 69 ss ; ROTH (2007), p. 27 ss ; DE CAPITANI (1998) ; ZOBEL (1988), pp. 320-326.

III. Relation entre le promoteur et l'investisseur

A. Simple promoteur

Dans le cas d'un fonds de placement contractuel, la direction du fonds (promoteur) et l'investisseur concluent un contrat de placement collectif (cf. p. 27), dont le contenu est établi par la loi⁴⁷. En substance, ce contrat prévoit que la direction s'engage, d'une part, à faire participer les investisseurs au fonds proportionnellement aux parts qu'ils ont achetées, et d'autre part, à gérer ledit fonds selon les dispositions énoncées dans le contrat⁴⁸. Nous ne nous pencherons pas davantage sur la qualification du contrat de placement collectif en tant que contrat *sui generis*, qualification pour laquelle nous renvoyons le lecteur à la doctrine⁴⁹.

Dans le cas d'un fonds de type sociétaire, l'investisseur souscrit une ou plusieurs actions de la société. S'agissant d'une souscription, celle-ci relève du droit des sociétés, applicable de façon supplétive à tous les fonds sociétaires, auquel nous renvoyons le lecteur⁵⁰.

B. Promoteur-distributeur

Nous avons vu précédemment que le promoteur peut décider de distribuer lui-même les parts de ses fonds (cf. chapitre 7). Dans cette hypothèse, les relations contractuelles analysées ci-dessus pour le promoteur simple promoteur (auxquelles le lecteur pourra se référer) restent valables. Par contre, il convient de vérifier si d'autres relations contractuelles dépendantes du statut de distributeur viennent s'y greffer.

Nous avons aussi évoqué le fait que le distributeur pouvait agir soit en tant que simple représentant direct du promoteur sans nouer de relation contractuelle avec l'investisseur, soit en tant que mandataire de l'investisseur. Si la première hypothèse n'a aucun impact sur la relation avec l'investisseur, ce n'est en revanche pas le cas de la seconde. En réalité, cette deuxième hypothèse est possible seulement pour les directions de fonds, dès lors que c'est la seule catégorie de promoteurs habilitée à déployer une activité annexe comme la gestion de fortune ou le conseil en investissement. Par conséquent, les directions de fonds auront le droit de conclure

⁴⁷ Art. 26 LPCC.

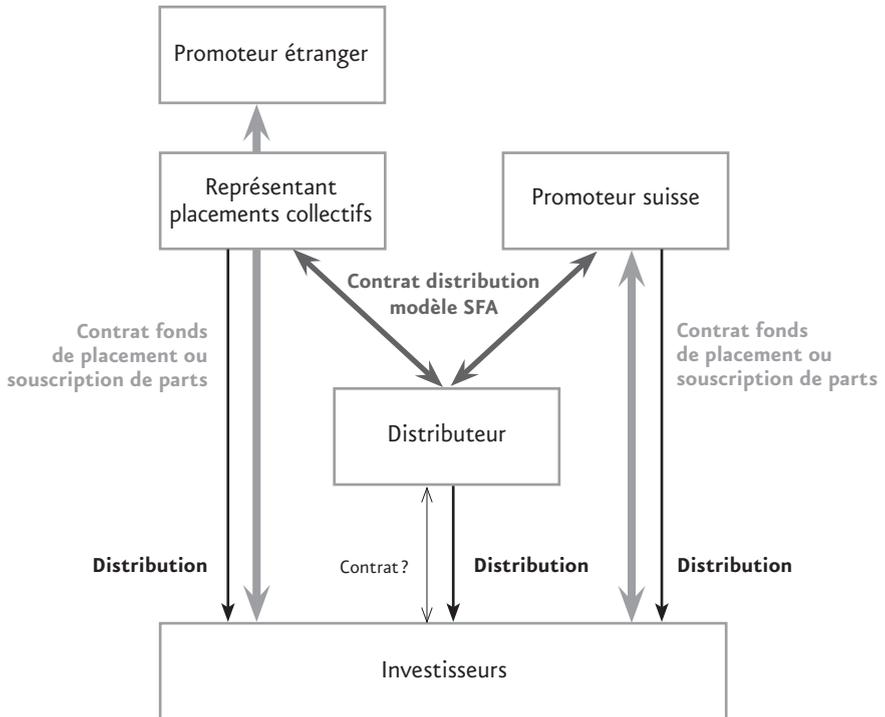
⁴⁸ Art. 25 LPCC.

⁴⁹ CHRISTEN (2002), p. 25 ss.

⁵⁰ Art. 630 CO et art. 764 CO.

un contrat de mandat avec leurs investisseurs, avec les conséquences que cela implique (cf. p. 128).

Schéma n° 4 : Système de distribution en Suisse



CHAPITRE 9 : OBLIGATIONS DE CHAQUE INTERVENANT DE LA CHAÎNE DE DISTRIBUTION

Pour analyser les devoirs qui sont attachés à chaque acteur de la chaîne de distribution, nous allons utiliser les catégorisations établies dans les chapitres 7 et 8. En effet, ces devoirs dépendent de la loi applicable à ces différents intervenants et de la relation contractuelle qu'ils ont tissée entre eux.

I. Obligations fondées sur le droit des marchés financiers

A. Distributeurs

L'analyse des devoirs inhérents aux distributeurs et des sources dont ils découlent prendra comme base la distinction entre les distributeurs qui font appel au public et ceux qui ne le font pas.

1. Distributeur par appel au public

a) Règles applicables à la distribution par appel au public

Si nous résumons ce que nous avons vu dans les chapitres précédents, les règles applicables aux distributeurs par appel au public proviennent de plusieurs sources. Ils sont tout d'abord soumis, d'une part aux règles fixées par la LPCC et qui concernent, directement ou indirectement, les distributeurs (c'est-à-dire celles qui touchent, de manière plus générale, tous les titulaires d'une autorisation)¹, et d'autre part aux règles de l'OPCC². A celles-ci s'ajoutent la réglementation de la FINMA (en particulier les circulaires FINMA 08/8 sur l'appel au public, 08/10 sur les normes d'autorégulation reconnues et 09/1 sur les règles-cadres pour la gestion de fortune) et l'autorégulation (l'annexe aux directives de distribution de la SFA, qui est applicable lorsqu'un contrat de distribution a été conclu).

¹ Dont les art. 3, 10, 19 à 24.

² Dont les art. 3, 6 et 30 à 34.

b) Devoirs du distributeur faisant appel au public à l'égard de l'investisseur

(1) *De par la LPCC*

Nous nous intéresserons d'abord aux devoirs qui incombent à tous les distributeurs faisant appel au public de par la loi et, en particulier, au chapitre "règles de conduite" de la LPCC, lui-même concrétisé par l'OPCC³. En réalité, ces devoirs ne concernent pas seulement les distributeurs mais également tous les titulaires d'une autorisation ainsi que leurs mandataires. Nous nous pencherons sur les principes qui sont au cœur de ces règles de conduite et qui sont énumérés à l'article 20 LPCC (que le législateur a repris des articles 12 et 20 LFP et des règles de conduite SFA, par analogie avec l'article 11 LBVM⁴). Il s'agit des devoirs de fidélité, de diligence et d'information.

(a) *Devoir de fidélité*. Il correspond au devoir de loyauté prévu par la LFP, à une différence près néanmoins : dans l'ancienne loi, il était explicitement prévu pour les directions de fonds et les banques dépositaires seulement. Cette affirmation doit être nuancée, car l'article 12 LFP énonçait un devoir de loyauté pour la direction et ses mandataires. Nous avons vu que les distributeurs sont systématiquement mandataires du promoteur lorsqu'ils ont conclu un contrat de distribution, et il en était de même sous l'ancienne loi. De cette façon, les distributeurs, même indirectement, étaient déjà soumis à un devoir de loyauté sous la LFP.

Le devoir de fidélité impose l'obligation d'agir constamment dans l'intérêt des investisseurs et, en conséquence, d'éviter d'éventuels conflits d'intérêts⁵. Ceux-ci peuvent en effet se développer entre l'investisseur et le distributeur, son personnel ou ses mandataires, ou encore entre les investisseurs eux-mêmes⁶.

En ce qui concerne des conflits d'intérêts pouvant émerger entre le distributeur et l'investisseur, ils sont principalement dus au fait que le premier (le distributeur) vise la maximisation de ses revenus, tandis que le second (l'investisseur) s'efforce de minimiser les frais à sa charge⁷. Il est clair que même si le distributeur se doit d'agir dans l'intérêt de l'investisseur, il lui est presque impossible d'éviter la survenance de conflits d'intérêts. Le devoir de fidélité le met alors devant l'obligation de les gérer, de façon à préserver l'investisseur de tout préjudice ; c'est dans ce sens que l'intérêt de ce dernier doit primer. Mais la question est de savoir comment. La doctrine majoritaire concernant les articles 11 LBVM et 12 LFP considère

3 Art. 20 à 24 LPCC et art. 31 à 34 OPCC. Ces articles ne concernent pas seulement les distributeurs, mais toutes les parties qui ont l'obligation de demander une autorisation (art. 13 LPCC).

4 Message LPCC, p. 6041.

5 WYSS (2000), p. 225.

6 ZK-ROTH, 11 BEHG, N 156.

7 KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), p. 48.

que lorsque le conflit est inévitable et qu'il est impossible de le gérer tout en protégeant l'investisseur contre ses conséquences négatives, l'intermédiaire devra soit s'abstenir de traiter avec l'investisseur concerné, soit l'informer du conflit – cette dernière option étant ouverte lorsque le comportement dont résulte un conflit d'intérêts n'est pas interdit – (*disclose or abstain*)⁸.

Certains comportements pouvant causer un conflit d'intérêts entre distributeur et investisseur sont effectivement interdits expressément par la loi. Les directives SFA pour la distribution de placements collectifs de capitaux proscrivent notamment au distributeur le *portfolio churning*⁹ (le distributeur sollicite l'investisseur pour réaliser de nombreuses rotations du portefeuille afin de toucher les commissions relatives à chaque transaction) et le *front running*¹⁰ (le distributeur effectue des opérations prioritairement par rapport à celles des investisseurs, suite à des informations confidentielles qu'il a en sa possession)¹¹. L'OPCC, de son côté, prévoit l'interdiction d'acheter ou de revendre (au fonds) des parts à un prix différent de celui du marché; l'obligation de renoncer à sa rémunération pour des prestations effectuées par des tiers (à moins qu'elle ne serve à payer ces derniers); ainsi que l'interdiction de percevoir une commission d'émission ou de rachat lors de l'acquisition de fonds cibles "gérés par eux-mêmes [les intermédiaires qui proposent ce fonds] ou par une société à laquelle ils sont liés" (interdiction du *double dip*)¹². Quant aux distributeurs, cette dernière interdiction vise clairement ceux qui font partie du même groupe que le promoteur et qui investissent dans des fonds cibles gérés par ce dernier. La notion de "fonds cibles liés" a été modifiée¹³, sur proposition de la FINMA (à l'époque encore CFB)¹⁴, afin notamment de s'aligner sur la réglementation communautaire. Ainsi, un fonds cible n'est plus considéré comme lié si la participation s'élève à plus de "10% du capital ou des voix", mais seulement en cas de "participation importante". La modification prévoit aussi que la commission de gestion perçue dans ces situations peut librement être décidée par les acteurs, qui devront alors informer les investisseurs de son montant par le biais de la documentation du fonds alors que, à l'époque, la commission réduite qui pouvait être prélevée était d'au maximum 0,25%.

Un conflit d'intérêt peut naître aussi entre les investisseurs. Cela peut se produire s'ils ne sont pas traités équitablement et sur un pied d'égalité, mais également

8 *Ibid.* Cf. BaKo-PFENNINGER, 12 LFP, N 4; BaKo-STUPP/DUBS, 11 BEHG, N 73; BaKo-HERTIG/SCHUPPISSER, 11 BEHG, N 97-99 et ZK-ROTH, 11 BEHG, N 188.

9 Pratique interdite par cm 21 Annexe dir. distribution SFA.

10 Pratique interdite par cm 22 Annexe dir. distribution SFA.

11 Cf. BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 133 ss.

12 Art. 31 OPCC.

13 RS 951.311.

14 CFB, Rapport Swiss Finish (2008), p. 9 ss.

si les transactions de l'un sont privilégiées par rapport à celles d'un autre. Ce cas de figure peut se présenter lors d'une double représentation¹⁵, lorsque le distributeur est mandataire de deux investisseurs pour lesquels, par exemple, il veut acheter des parts d'un même fonds en privilégiant un acquéreur par rapport à l'autre. A cet égard, le distributeur doit mettre en œuvre les mesures organisationnelles adéquates, afin de traiter les ordres des clients sans discrimination¹⁶.

Notons que le but n'est pas d'empêcher le distributeur de poursuivre son propre intérêt, puisqu'en fin de compte, il est là aussi pour réaliser un profit. Mais dès lors qu'il est le gardien de l'intérêt de l'investisseur, il doit agir de façon à préserver les intérêts de ce dernier¹⁷.

(b) *Devoir de diligence*. Celui-ci impose substantiellement des exigences organisationnelles, dans le but d'exercer une "activité irréprochable". Cette définition du devoir de diligence se détache de celle qui est prévue par l'article 11 LBVM, selon laquelle le négociant agit avec diligence notamment lorsqu'il remplit l'exigence de la meilleure exécution. Par contre, elle reprend deux notions qui nous sont déjà connues: "l'exigence d'organisation" et "l'activité irréprochable". En effet, celles-ci font partie des conditions requises pour l'obtention et le maintien de l'autorisation pour les banques¹⁸, les négociants en valeurs mobilières¹⁹ et même les placements collectifs²⁰.

En ce qui concerne l'organisation, la LB, la LBVM et la LPCC n'apportent pas plus de précisions à son sujet, si ce n'est l'idée d'un standard minimum: l'organisation mise en place doit garantir le respect des lois applicables²¹. Il conviendra ensuite de se référer aux dispositions topiques de chaque loi ou à l'autorégulation concernant la branche en question, afin de mieux définir ce concept. Ici, nous allons nous pencher en particulier sur ce qui est prévu dans la réglementation se rapportant aux placements collectifs.

Le distributeur et les autres titulaires d'une autorisation doivent garantir une organisation adéquate; celle-ci doit par ailleurs être décrite dans un règlement d'organisation. Elle doit notamment traiter de la gestion des risques, du système de contrôle interne et de la *compliance*²². Selon les cas, la FINMA peut deman-

15 CR CO I-CHAPPUIS, 33 CO, N 32; TERCIER, obligations (2009), § 423; CR CO I-WERRO, 398 CO, N 29; BaKo-WEBER, CO 398.

16 Cf. BaKo-HERTIG/SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 102; BaKo-STUPP/DUBS, 11 BEHG, N 75.

17 Cf. BaKo-PFENNINGER, 12 LFP, N 1-3.

18 Art. 3 al. 2 lit. a et c LB.

19 Art. 10 al. 2 lit. d LBVM.

20 Art. 14 al. 1 lit. a et c LPCC.

21 BaKo-HUBER, 10 BEHG, N 34.

22 Art. 12 al. 3 LPCC. En ce qui concerne la fonction *compliance*, Circ.-FINMA 08/24, ch. 100 à 112.

der la mise en place d'un organe de révision interne²³. A la différence de la législation sur les banques, il n'est pas nécessaire que les membres de la direction supérieure, de la surveillance et du contrôle soient distincts par rapport à ceux de la direction²⁴. L'article 33 OPCC prévoit la mise en place de *chinese walls*, avec une séparation entre les activités de décision, d'exécution et d'administration²⁵, pour éviter que les informations ne puissent passer d'un département à l'autre et qu'elles ne soient utilisées à des fins différentes de celles pour lesquelles elles étaient initialement prévues. Cette séparation doit être effective. Il ne suffit pas de la formuler par écrit, car c'est surtout dans la pratique que ces trois activités doivent être réellement cloisonnées.

Quant à la notion d'activité irréprochable, aussi surprenant que cela puisse paraître, elle est mentionnée dans le devoir de diligence. C'est un concept abstrait hérité de la LB et repris également dans la LBVM²⁶. Etant donné que la FINMA estime qu'en ce qui concerne les banques et les négociants, la notion d'activité irréprochable a le même contenu²⁷, nous pouvons raisonnablement considérer que cette définition est valable aussi pour les placements collectifs. Dans la formulation utilisée à l'article 3 II c LB, ce sont les personnes chargées de l'administration et de la gestion qui doivent apporter les garanties d'une activité irréprochable. La FINMA juge qu'à partir du moment où cette condition doit être remplie individuellement par chaque personne, il va de soi qu'elle doit l'être aussi par la banque en tant qu'entreprise²⁸. Et étant entendu que le même type de formulation est utilisé dans la LPCC, nous pouvons appliquer le même raisonnement; l'entité (lorsqu'il y en a une) doit donc aussi respecter, en tout temps, la garantie d'une activité irréprochable. Celle-ci implique la nécessité de faire montre d'un comportement correct dans les affaires. Cette notion demeure indéterminée; c'est la raison pour laquelle elle est aussi considérée comme une clause générale, qui apporte une dimension morale et éthique en sus de la dimension juridique²⁹. Pour respecter la condition d'une activité irréprochable, il convient d'observer, de manière continue, une attitude respectueuse des normes légales – lois, ordonnances, CC-CO, CP –, des règles internes – statuts, règlement interne... –, de l'autorégulation et de la pratique de la FINMA³⁰. Des violations des contrats conclus avec les clients peuvent aussi être pertinentes³¹. En ce qui concerne plus particulièrement

23 Art. 12 al. 5 LPCC.

24 Art. 8 al. 2 OB.

25 Des règles similaires se trouvent dans l'OB (art. 8) et l'OBVM (art. 19).

26 BaKo-HUBER, 10 BEHG, N 61; Kommentar-KÜNG/HUBER/KUSTER, 10 BEHG, N 25.

27 CFB, Bulletin 47/2005 (Décision du 28 octobre 2004).

28 CFB, Bulletin 41/2000, pp. 15-30 (Abacha Gelder); BaKo-WINZELER, 3 BankG, N 23.

29 BaKo-WINZELER, 3 BankG, N 25.

30 CFB, Bulletin 41/2000, pp. 15-30 (Abacha Gelder); BaKo-WINZELER, 3 BankG, N 25.

31 BaKo-HUBER, 10 BEHG, N 60 et BaKo-WINZELER, 3 BankG, N 26.

les négociants, la FINMA a établi qu'une violation grave des règles de conduite établies par l'article 11 LBVM constitue également une violation de la garantie d'une activité irréprochable³². En effet, ces règles de conduite sont considérées comme une concrétisation des règles énoncées par l'article 10 al. 2 LBVM (conditions d'obtention de l'autorisation), et pour cette raison, leur violation peut impliquer une sanction allant jusqu'au retrait de l'autorisation³³.

En réalité, l'on ne s'attendait pas à trouver cette notion d'activité irréprochable à l'article 20 LPCC. En effet, si celui-ci a pour but de concrétiser les conditions d'autorisation établies par l'article 14 LPCC³⁴, le fait d'avoir inséré ces exigences ici nous semble faire double emploi. Le législateur a probablement voulu mettre un accent particulier sur l'obligation de mise en place d'une organisation appropriée, en vue de garantir une activité irréprochable. Ce choix n'est en tout cas pas anodin, car le double caractère – public et privé – de cette norme (cf. p. 126) permet à l'investisseur de se prévaloir des éventuelles défaillances à ce niveau pour demander la réparation d'un dommage.

(c) *Devoir d'information*. Le devoir d'information est un devoir général, tant pour la transparence des comptes que pour les placements collectifs administrés (concrétisés par les règles sur l'établissement des comptes³⁵ et sur le prospectus et le prospectus simplifié³⁶). Il est clair que la partie concernant la transparence des comptes ne vise pas les distributeurs, mais plutôt les promoteurs.

Ce devoir d'information est précisé dans l'OPCC (qui a été en partie inspirée par la LBVM, l'article 34 al. 1 OPCC reprenant quasiment mot pour mot l'article 11 al. 1 lit. a LBVM); il prévoit notamment que :

- Les investisseurs doivent tout d'abord être rendus attentifs aux risques liés à un type de placement. Cela signifie qu'il ne faut pas les avertir des risques liés à chaque placement effectué par le fonds, mais plutôt à un genre de placement – par exemple en actions (cf. art. 26 al. 3 lit. b, 44, 102 al. 1 lit. h et 115 LPCC), ou encore en cas de risque particulier (cf. art. 1.15 Annexe I OPCC)³⁷. Une partie de la doctrine considère, pour l'article 11 LBVM, que le devoir d'information devrait non seulement être spécifique au type de placement effectué, mais aussi varier selon les produits. En effet, un placement en actions des plus importantes sociétés européennes n'implique pas le même risque qu'un place-

³² CFB, Bulletin 2003/43, pp. 87-111 (Banque X).

³³ CFB, Bulletin 41/2000, pp. 31-39 (Snake Trading); CHAPPUIS/WERRO (2005), p. 562.

³⁴ Interprétation par analogie de la LBVM.

³⁵ Art. 88 ss LPCC.

³⁶ Art. 75, 76 89 et 90 LPCC.

³⁷ Cf. BaKo-HERTIG/SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 55-66, ZK-ROTH, 11 BEHG, N 58-67 et BaKo-STUPP/DUBS, 11 BEHG, N 33-34.

ment en actions de sociétés des pays émergents³⁸. A notre avis, en matière de placements collectifs, cette exigence est remplie en amont par le promoteur, du fait que dans le contrat et dans le règlement, il faut spécifier "... la politique de placement, la répartition des risques et les risques liés aux placements". En effet, un fonds qui investit dans des actions de pays émergents ne suit pas la même politique et n'a pas non plus le même profil de risque qu'un fonds qui investit dans des actions des plus importantes sociétés européennes³⁹. Il nous semble que le distributeur, pour accomplir son devoir d'information, doit porter l'attention du client sur ces points déjà détaillés dans les documents du fonds. Les règles de conduite SFA considèrent que les risques par rapport auxquels le client doit être informé sont ceux qui dépassent le cadre des risques "généraux" ou "standards" (ceux que chaque investisseur est présumé connaître)⁴⁰. La LBVM prévoit néanmoins la nécessité de toujours tenir compte de "... l'expérience des clients et de l'état de leurs connaissances dans les domaines concernés". En conséquence, le négociant qui reconnaît ou aurait dû reconnaître que l'investisseur avec qui il traite ne possède aucune expérience en la matière, doit aussi le mettre en garde contre ces risques "généraux" (à défaut de quoi il viole son devoir de diligence)⁴¹. La LPCC ne contient aucune disposition similaire, mais il nous semble que l'esprit de protection de l'investisseur induit par la loi ainsi que le principe général de la bonne foi militent pour la même interprétation.

Le fait de rendre les investisseurs attentifs aux risques liés à un type de placement n'est que l'une des facettes du devoir général d'informer, de façon appropriée, quant aux placements collectifs administrés (nous le constatons par l'utilisation de la locution "en particulier" à l'article 34 OPCC). Toute la difficulté consiste à savoir quelles sont les informations "appropriées". A ce propos, il convient de spécifier que le droit à l'information peut être respecté soit de façon standardisée, par la mise à disposition du prospectus voire du prospectus simplifié, soit individuellement (en tenant toujours compte de l'expérience de l'investisseur et de ses connaissances en matière de risques concernant le genre de placements demandés)⁴². Cela signifie que l'étendue

38 BaKo-HERTIG / SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 58, ce point de vue a été récemment confirmé par une jurisprudence du HG, du 14 mars 2005.

39 Art. 26 al. 3 ch. b, 44, 102 al. 1 lit. h et 115 LPCC. Le règlement doit faire à son tour partie intégrante du prospectus (art. 75 al. 2) à moins que l'endroit où il est possible de les obtenir n'ait été communiqué avant la vente ou la souscription des parts.

40 Cm 74 Règles de conduite SFA et BaKo-STUPP / DUBS, 11 BEHG, N 34.

41 BaKo-STUPP / DUBS, 11 BEHG, N 35, BaKo-HERTIG / SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 63-64 et ZK-ROTH, 11 BEHG, N 68 ss.

42 Art. III B Annexe dir. distribution SFA; cf. BaKo-HERTIG / SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 63-64 et ZK-ROTH, 11 BEHG, N 68 ss.

des “informations appropriées” est d’une certaine façon variable selon les connaissances et l’expérience du client. L’on peut considérer que s’il n’est pas possible de donner moins d’informations que le “noyau dur” prévu par la loi (pour les fonds, les informations prévues par le prospectus), l’on peut néanmoins devoir en fournir plus. Dans un cas d’*execution only*, les informations contenues dans le prospectus et le prospectus simplifié sont considérées comme suffisantes⁴³. Par contre, dans un cas de conseil individuel, il faudra, en plus de ces dernières, s’appuyer sur ce qui ressort de l’entretien. Dans une jurisprudence du 4 janvier 2007⁴⁴ portant sur l’article 11 LBVM, le Tribunal fédéral a jugé que dans le cadre d’un contrat de conseil en placement, la banque n’est tenue ni de s’informer sur la situation financière de son client, ni d’examiner si une transaction donnée est appropriée (examen dit de la “*suitability*”). Nous considérons qu’un tel examen ne sera vraisemblablement pas non plus requis en matière de placements collectifs – comme par exemple le fait de savoir si l’investisseur investit toutes ses économies. Cette position n’est toutefois pas “*eurocompatible*”⁴⁵.

- Les investisseurs doivent être informés des coûts engendrés par le fonds (lors de l’émission et du rachat de parts), de la façon dont la commission de gestion est utilisée et d’une éventuelle commission de performance (*performance fee*) (cf. art. 1.12 Annexe I OPCC, art. 3.3 Annexe II OPCC, art. 26 al. 3 lit. c et e, 44 LPCC et Directives concernant la transparence dans les commissions de gestion de la *Swiss Funds Association* du 7 juin 2005). La transparence en ce qui concerne les coûts est ainsi exigée. A ce sujet, nous renvoyons le lecteur au chapitre concernant les coûts des fonds.

Ces trois devoirs, que nous avons ici décrits séparément, sont en réalité fortement liés. Les délimitations entre chacun d’entre eux ne sont pas claires et ils se juxtaposent les uns par rapport aux autres⁴⁶.

(d) *Autres devoirs.* Les principes susmentionnés sont complétés par d’autres règles de conduite contenues dans le même chapitre de la LPCC. Il s’agit spécifiquement des dispositions sur les placements de la fortune (art. 21 LPCC), sur le négoce (*brokerage*) (art. 22 LPCC) et sur la distribution (art. 24 LPCC). Pour l’analyse des deux premières dispositions, lesquelles ne concernent pas l’activité de distribution en tant que telle, nous invitons le lecteur à se référer aux paragraphes relatifs aux devoirs des promoteurs (§ I.B.2). Quant à la troisième, c’est à elle que nous allons à présent nous intéresser.

43 Bien entendu si le prospectus et le prospectus simplifié sont conformes à la loi.

44 ATF 133 III 97,, sur cet arrêt : DE GOTTRAU, Actualité CDBF n° 493, www.unige.ch/cdbf.

45 *Suitability test* prévu par art. 19 al. 4 MiFID (cf. chapitre 9 § I.B.2).

46 BaKo-HERTIG / SCHUPPISSER, 11 BEHG, N 94.

La disposition concernant la distribution prévoit que les distributeurs doivent prendre les mesures nécessaires afin d’“assurer une acquisition sérieuse et un conseil objectif des clients”. La procédure n’est pas énoncée, mais le message indique qu’il est question d’une disposition visant l’organisation de la distribution⁴⁷. En fait, le but de la norme, concrétisée par l’annexe à la directive de distribution de la SFA⁴⁸, consiste à imposer des mesures organisationnelles adéquates, afin que le client soit informé correctement et reçoive le service demandé. Cette disposition laisse une importante marge de manœuvre aux distributeurs, qui sont ainsi libres de lui donner corps de la manière qu’ils considèrent comme étant la meilleure et la plus adaptée à leurs exigences (par exemple selon leur taille).

(2) Dans l’auto-régulation

En plus des règles édictées par la LPCC et l’OPCC, il faut prendre en considération l’annexe à la directive de distribution de la SFA, qui est applicable aux distributeurs par le biais des promoteurs (du fait que tous les promoteurs suisses et étrangers qui veulent faire distribuer leurs fonds par appel au public doivent conclure un contrat de distribution, dont cette annexe fait partie intégrante). En conséquence, tous les distributeurs qui font appel au public y sont soumis.

Ces dispositions prévoient notamment deux types d’obligations. La première catégorie concerne les obligations formelles qui se rapportent à l’organisation ou à la remise d’une documentation aux investisseurs. Quant à la seconde, elle est liée aux obligations matérielles, lesquelles se concentrent en particulier sur la concrétisation du devoir d’information.

Comme nous l’avons mentionné ci-dessus, les obligations formelles ne prennent pas la forme de prescriptions organisationnelles précises. Il faut plutôt y voir l’énonciation du principe général selon lequel le distributeur doit prendre les mesures structurelles nécessaires afin de garantir le respect des dispositions de la directive (cf. § précédent).

En ce qui concerne le devoir d’information, l’annexe prévoit trois hypothèses distinctes : le contact direct du distributeur avec le client ; la distribution par canaux électroniques ou autres formes de contact indirect (*execution only*) ; et enfin celle que nous avons appelée *self execution* (cf. p. 82)⁴⁹.

Dans le cas du contact direct, les règles auxquelles le distributeur doit se conformer se rapprochent de très près de celles qui sont applicables au conseil en placement et à la gestion de fortune. Il incombe au distributeur de se renseigner

⁴⁷ Message LPCC, p. 6043.

⁴⁸ Art. III A Annexe dir. distribution SFA.

⁴⁹ Art. III B ch. 4, 5 et 6 Annexe dir. distribution SFA.

quant aux besoins de l'investisseur, à sa propension au risque et à sa capacité à le couvrir. Il doit l'informer des caractéristiques et des risques liés au type de placement, selon l'expérience et les connaissances que possède le client en la matière.

Dans l'hypothèse d'un contact indirect, le distributeur doit mentionner qu'aucune prestation de conseil n'a été effectuée. Par contre, il est toujours tenu de fournir une information complète et généralisée, comme dans le cas du contact direct, et il pourra le faire aussi de façon standardisée. Il est en plus prévu que le distributeur n'aura pas un devoir d'information concernant des renseignements supplémentaires si l'investisseur y renonce par écrit.

Enfin, dans la dernière situation, qui concerne le client souscrivait de sa propre initiative ou demandant des informations sur un fonds déterminé, le distributeur n'a pas de devoir d'information. De prime abord, si cette hypothèse semble viser aussi les situations d'*execution only*, en réalité, il ne peut s'agir que de celles qui n'impliquent pas d'appel au public (c'est-à-dire qu'il faut être dans un cas de *self exécution*, cf. p. 82). C'est seulement dans ce contexte que l'exclusion du devoir d'information est possible; sinon, la LPCC serait applicable et le devoir d'information ne pourrait être évincé. Nous pouvons remarquer que de toute façon, en cas de *self exécution*, les dispositions de cette annexe ne sont pas applicables étant donné que le distributeur ne fait pas d'appel au public.

2. Distributeur sans appel au public

a) Règles applicables à la distribution sans appel au public

Si la distribution des placements collectifs a lieu sans appel au public, le distributeur n'a pas besoin d'une autorisation⁵⁰. En conséquence, son activité de distribution de fonds ne sera soumise ni à la LPCC⁵¹, ni à la réglementation de la FINMA, ni, par ricochet, à celle de la SFA (il n'y est en tout cas pas obligé, étant donné que dans sa situation, il ne s'agit pas de standards minimaux). Par ailleurs, la directive SFA pour la distribution de placements collectifs (directive distribution SFA) spécifie que sont entendus par distributeurs, au sens desdites directives, tous ceux qui sont soumis à autorisation ou qui en sont exemptés (selon l'article 8 OPCC)⁵². Par contre, le distributeur qui ne fait pas appel au public peut être amené à distribuer aussi des fonds suisses, lesquels seront de toute façon soumis à approbation.

⁵⁰ En tout cas pour son activité de distribution. Il pourrait, par contre, être soumis à autorisation du fait qu'il est une banque ou un négociant. Sur ce sujet, p. 129 ss.

⁵¹ Art. 2 et 13 LPCC.

⁵² Art. 11 dir. distribution SFA.

b) Devoirs du distributeur ne faisant pas appel au public à l'égard de l'investisseur

Nous avons vu que le distributeur ne faisant pas appel au public n'est assujéti ni à la LPCC, ni à l'ensemble de la réglementation qui en dérive. Par contre, cette affirmation doit être nuancée en ce qui concerne l'application des devoirs prévus par l'article 20 LPCC. En effet, nous avons précisé que lorsqu'un contrat de distribution est conclu entre le promoteur et le distributeur ne faisant pas appel au public (contrat de placement privé), celui-ci doit être qualifié de mandat, ce qui fait que le distributeur agit en tant que mandataire du promoteur. Etant donné que l'article 20 spécifie qu'il s'adresse aux "... titulaires d'une autorisation et leurs mandataires...", il en dérive que chaque fois que le promoteur est soumis à la LPCC (et, en conséquence, est titulaire d'une autorisation), le distributeur doit quand même satisfaire aux devoirs prévus par l'article 20, même s'il n'est pas directement concerné par cette loi. En conséquence, les éléments que nous avons avancés au sujet des devoirs du distributeur faisant appel au public, qui sont prévus par l'article 20 (devoirs auxquels nous renvoyons le lecteur), restent valables aussi dans ce contexte. Même si un contrat de distribution est conclu, l'annexe aux directives de distribution SFA ne devrait pas être applicable. En effet, ces directives, qui s'appliquent au promoteur, prévoient qu'elles ne concernent que la distribution par appel au public⁵³.

Par contre, l'on peut rencontrer deux situations dans lesquelles le distributeur ne fait pas d'appel au public et n'est pas soumis à l'article 20 LPCC. Premièrement, lorsque le promoteur et le distributeur ne faisant pas appel au public n'ont pas conclu entre eux un contrat de distribution, dans ce cas, le distributeur n'agit pas en tant que mandataire du promoteur et ne peut en conséquence pas être appréhendé par l'article 20 LPCC. Deuxièmement, lorsque les promoteurs ne sont pas soumis à la LPCC, c'est-à-dire chaque fois qu'il s'agit de promoteurs étrangers dont les fonds ne sont pas distribués par appel au public en Suisse ou depuis la Suisse, les distributeurs de ces fonds ne seront pas non plus assujéti à la LPCC et à ces règles de conduite. Dans ces deux hypothèses, les devoirs du distributeur vis-à-vis de l'investisseur dépendent directement de leur relation contractuelle.

B. Le promoteur

1. Règles applicables aux promoteurs

Lorsque le promoteur distribue lui-même les parts de son fonds – hypothèse rare en pratique car la plupart du temps, ce sont des sociétés distinctes, même si elles

⁵³ Cm 3 dir. distribution SFA.

appartiennent au même groupe, qui déploient ces deux activités (cf. p. 92) –, il sera soumis à un double jeu de règles: d'une part, celles qui sont propres aux promoteurs; et d'autre part, celles qui sont spécifiquement prévues pour les distributeurs. Ces dernières sont, comme nous l'avons déjà vu, différentes selon que les distributeurs font ou non appel au public (pour leur analyse, cf. § 1 et § 2). Par contre, en cas d'appel à un distributeur pour vendre les parts de son fonds, seules les dispositions topiques sur les promoteurs lui sont applicables.

En plus de ces considérations, il y a lieu d'opérer une distinction entre le promoteur suisse, qui est constamment soumis à la LPCC et à l'autorégulation, et le promoteur étranger qui lui, ne l'est jamais. Cependant, si celui-ci distribue par appel au public en Suisse ou depuis la Suisse, il devra nommer un représentant de fonds étrangers, dont nous allons analyser le statut afin de mettre en exergue les devoirs qui y sont rattachés (cf. § C).

2. Devoirs du promoteur suisse

En ce qui concerne le promoteur suisse, il sera toujours assujéti aux devoirs de fidélité, de diligence et d'information prévus à l'article 20 al. 1 LPCC, tout comme le distributeur par appel au public. Pour l'analyse de ces devoirs, nous renvoyons au § (1). Les règles de conduite figurant dans l'article 20 LPCC sont renforcées par celles de la SFA, du moins en ce qui concerne les directions de fonds et les SICAV⁵⁴, et par la directive pour la distribution de placements collectifs de la SFA qui, quant à elle, est applicable aussi aux SICAF.

La partie III des règles de conduite SFA est la concrétisation des devoirs de fidélité, de diligence et d'information prévus par les articles 20 LPCC et 31 OPCC, même si elle n'implique rien de réellement nouveau. Elle prévoit notamment que la direction et la SICAV doivent prendre les mesures organisationnelles appropriées afin d'éviter tout conflit d'intérêts entre elles-mêmes et leurs mandataires, ainsi qu'avec les investisseurs. En cas d'éventuel préjudice, le conflit d'intérêts doit être communiqué⁵⁵. En amont, leur politique salariale doit aussi exclure cette possibilité⁵⁶. L'organisation des promoteurs doit permettre une gestion irréprochable des affaires, même s'ils sont libres de l'établir selon leurs propres exigences⁵⁷. Leur personnel doit être qualifié pour l'activité exécutée. La direction et la SICAV doivent aussi jouir d'une bonne réputation et garantir une activité

⁵⁴ Applicable par le biais de l'art. 20 al. 2 LPCC et de la Circ.-FINMA 08/10.

⁵⁵ Cm 29 Règles de conduite SFA.

⁵⁶ Cm 30 Règles de conduite SFA.

⁵⁷ Cm 43 Règles de conduite SFA.

irréprochable⁵⁸. En ce qui concerne la délégation des tâches, elles doivent suivre toutes les indications prévues en la matière par les règles de conduite SFA et la circulaire de la FINMA⁵⁹. En ce qui concerne le devoir d'information, la direction et la SICAV ont l'obligation de présenter toutes les caractéristiques et les spécificités relatives à leurs fonds dans la documentation, et ceci dans un langage "adapté à la clientèle"⁶⁰. Il est considéré néanmoins que les investisseurs sont familiarisés avec les risques de base liés aux placements sur le marché monétaire, en obligations, actions et monnaie étrangère. Une liste non exhaustive des risques possibles est fournie au client⁶¹. La lettre D de cette partie III est consacrée en particulier aux devoirs de diligence et de loyauté dans la distribution de fonds, qui sont la concrétisation de l'article 24 LPCC. Il est également prévu que la direction et la SICAV choisissent des distributeurs garantissant une activité irréprochable⁶², même si la procédure de vérification n'est pas spécifiée, contrairement aux directives pour la distribution de fonds (cf. ci-dessous). De plus, elles doivent mettre en place un système de rétribution des distributeurs qui puisse favoriser une acquisition et un conseil à la clientèle tant sérieux qu'objectif⁶³. Enfin, elles sont obligées de conclure des contrats de distribution reposant sur le modèle de la SFA.

En plus de ces règles de conduite, les directives pour la distribution des fonds sont aussi applicables; ceci est valable également pour les SICAF. Ces directives sont applicables à tous les fonds distribués par appel au public. Le principe du choix du distributeur qui garantit une activité irréprochable⁶⁴ ainsi que l'obligation de conclure des contrats sur la base du modèle SFA⁶⁵ sont répétés. En concluant ces contrats, les distributeurs s'engagent à respecter l'annexe "Dispositions pour les distributeurs" de ces directives⁶⁶. Les promoteurs reçoivent le rapport de l'organe de révision sur la vérification du respect de ces dispositions par le distributeur et, en cas d'anomalies, ils doivent agir et demander au distributeur une mise en conformité. Si les anomalies se renouvellent ou qu'elles s'avèrent de plus en plus graves, les promoteurs peuvent aller jusqu'à résilier le contrat de distribution et doivent également porter leur action à la connaissance de la FINMA⁶⁷.

58 Cm 66 Règles de conduite SFA.

59 Cm 47 ss Règles de conduite SFA et Circ.-FINMA 08/37.

60 Cm 73 Règles de conduite SFA.

61 Cm 74 à 81 Règles de conduite SFA.

62 Cm 87 Règles de conduite SFA.

63 Cm 88 Règles de conduite SFA.

64 Cm 12 dir. distribution SFA.

65 Cm 18 dir. distribution SFA.

66 Cm 19 dir. distribution SFA.

67 Cm 22 et 23 dir. distribution SFA.

Tous les promoteurs soumis à la LPCC doivent aussi respecter les dispositions sur le placement de la fortune et le négoce de valeurs mobilières. L'article relatif au négoce de valeurs mobilières concerne d'un côté le choix des contreparties, qui doit être attentivement et périodiquement revu ; et de l'autre le fait que ces contreparties doivent garantir la *best execution*, ce qui implique que chaque transaction doit être accomplie au mieux en termes de prix, de moment et de volume. Cette disposition, qui explicite le devoir de diligence, contient en réalité deux obligations : d'une part, la nécessité de mettre en place un système de sélection appropriée des contreparties ; et de l'autre, le devoir, pour ceux qui sont "choisis", de garantir la meilleure prestation possible. La loi n'apportant pas davantage de précisions à ce sujet, il est difficile d'évaluer si les critères qu'elle énonce ont été remplis. Cette règle est pourtant une garantie indispensable à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché.

L'obligation de la *best execution* existe déjà dans la LBVM pour les négociants. Dans ce contexte, elle incarne la nécessité d'exécuter les ordres du client au mieux de ses possibilités, ainsi qu'une obligation de transparence⁶⁸. Cet impératif, qui correspond au devoir de diligence tel qu'il est prévu par l'article 11 LBVM, doit être évalué selon le comportement attendu en général d'un professionnel ("*berufsspezifischen Durchschnittsverhalten*"⁶⁹)⁷⁰. Sa concrétisation par l'autorégulation met en avant le concept de l'"exécution conforme aux usages"⁷¹. Mais cette notion demeure encore assez floue. Outre-atlantique, la *Securities Exchange Commission* (SEC) considère la *best execution* plutôt comme un concept qualitatif. En effet, si elle n'est pas explicitement définie par la loi, la SEC a toutefois énoncé une série de critères qui peuvent être déterminants dans son évaluation (par exemple compétitivité des commissions et des marges, rapidité de l'exécution, taille de l'ordre, choix de la place de négociation, caractéristiques des valeurs négociées, etc.). Par contre, elle n'a prévu aucune procédure standard afin de vérifier la conformité avec la *best execution*. La SEC estime que pour les intermédiaires, il peut être utile, à cette fin, de mettre en place des *best execution committees*, de procéder à une *best execution review* périodique ou encore de faire appel à des consultants externes. L'*Association for Investment Management Research* (AIMR) a publié des lignes de conduite de référence⁷², qui précisent les principes applicables aux trans-

68 ZK-ROTH, 11 BEHG, N 101.

69 WYSS (2000), p. 215.

70 *Ibid.*, p. 202.

71 ZK-ROTH, 11 BEHG, N 101 et art. 5 a Règles de conduite ASB.

72 Lignes de conduite AIMR :

1. Establish trade management policies and procedures ;
2. Establish trade management oversight committee ;

actions dans la gestion pour compte de tiers (“*trade management guidelines*”)⁷³. Au niveau de l’Union européenne, MiFID indique aussi un ensemble de critères décisifs, dans le but d’atteindre une bonne qualité d’exécution des services. De plus, les intermédiaires doivent prévoir une politique claire en la matière et en informer les clients qui peuvent, sur simple demande, recevoir plus d’informations (cf. p. 147).

La présence de la règle de la *best execution* n’est pas surprenante, dans la mesure où dans le système réglementaire suisse, des concepts généraux sont laissés à interprétation. Par contre, une lacune subsiste concernant sa concrétisation, soit par l’autorité de surveillance, soit par l’autorégulation, qui puisse permettre une application uniforme. D’autant plus que se pose toujours la question de savoir dans quelle mesure “ceux qui choisissent” doivent contrôler “ceux qui sont choisis”, afin de vérifier le respect de la règle de la meilleure exécution. De surcroît, aucun critère n’a été établi pour opérer ce choix, ce qui, à notre avis, n’est pas un mal. Nous pensons qu’il serait judicieux d’offrir au client la possibilité de demander des éclaircissements sur la façon dont le choix de la contrepartie a été effectué, ainsi que sur la méthode utilisée par celle-ci afin d’exécuter au mieux le service. En d’autres termes, il faudrait davantage de transparence.

En ce qui concerne la règle sur le placement de la fortune, celle-ci vise les promoteurs et les gestionnaires de placements collectifs, c’est-à-dire ceux qui s’occupent d’investir l’argent préalablement placé dans les fonds par les investisseurs. La disposition prévoit que dans le choix des placements, ils doivent respecter la politique prévue dans le contrat ou dans le règlement de placement, ou encore dans le contrat de société. Par ailleurs, il leur est interdit de toucher des rétrocessions ou toute autre rétribution que celles qui sont mentionnées dans les documents. Nous entendons par là les “encouragements” payés par les *brokers* aux promoteurs ou aux gestionnaires afin d’être choisis pour la passation des ordres (cf. p. 62).

3. Implement a trade measurement process to evaluate trading costs and execution trends ;
4. Establish firmwide guidelines on broker selection and maintaining an approved brokers list ;
5. Explore realistic alternative trading options ;
6. Monitor broker performance and execution quality ;
7. Disclose order routing processes and actual and potential conflicts of interests ; and
8. Maintain detailed records.

73 ANDERSON / AHN (2003), pp. 1-2.

C. Représentant de placements collectifs étrangers

1. Règles applicables aux représentants de placements collectifs de capitaux

Comme nous l'avons déjà vu à plusieurs reprises, le représentant de fonds étrangers entre en jeu lorsqu'un promoteur étranger veut faire distribuer, par appel au public, des parts en Suisse ou depuis la Suisse. Ledit représentant est soumis à la LPCC et à l'autorégulation.

Tout comme le promoteur, deux possibilités s'offrent à lui. D'une part, il peut distribuer lui-même les fonds dont il est en charge⁷⁴ et dans ce cas, les règles concernant le distributeur par appel au public⁷⁵ lui seront applicables, en plus de celles qui sont liées à son statut de représentant. D'autre part, il peut les faire distribuer par un distributeur avec lequel il doit conclure un contrat de distribution selon le modèle de la SFA⁷⁶. Dans ce cas seulement, les règles le concernant lui sont applicables et, en ce qui concerne le distributeur, l'on en revient à l'analyse faite ci-dessus.

2. Devoirs du représentant de placements collectifs de capitaux

Le représentant est également soumis aux devoirs prévus par l'article 20 LPCC et par les règles de conduite SFA et ses directives de distribution⁷⁷. En réalité, ce sont seulement les sections C et D de la partie III des règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds de la *Swiss Funds Association* du 30 mars 2009 qui s'appliquent aux représentants de fonds étrangers (c'est-à-dire le devoir d'information et les devoirs de diligence et de loyauté dans la distribution de fonds).

En conséquence, mis à part cette exclusion, les devoirs du représentant de placements étrangers sont pratiquement les mêmes que ceux du promoteur suisse. Pour cette raison, à ce sujet, nous renvoyons le lecteur au § 2.

⁷⁴ L'autorisation lui est délivrée comme représentant, mais c'est la même que pour le distributeur. En conséquence, représentant et distributeur peuvent se recouper, mais ce n'est pas obligatoire. Cf. MÜLLER (2001), p. 137.

⁷⁵ Etant donné que le représentant entre en ligne de compte seulement lorsque les fonds étrangers sont distribués par appel au public, les distributeurs qui le font doivent y être autorisés selon la LPCC.

⁷⁶ Art. 24 al. 2 LPCC.

⁷⁷ Art. 124 al. 2 LPCC.

Tableau n° 9 : Récapitulatif des devoirs des intervenants découlant de la réglementation

Intervenants		LPCC			Autorégulation		
		Art. 20 (Fidélité, diligence et information)	Art. 24 al. 1 (acquisition sérieuse et conseil objectif)	Art. 21 (placement de la fortune) Art. 22 (négoce)	Directives de distribution SFA	Dispositions pour le distributeur SFA	Règles de conduite SFA
Distributeur avec appel au public		X	X			X	
Distributeur sans appel au public	Mandataire du promoteur suisse	X					
	Non-mandataire du promoteur suisse						
	Mandataire du promoteur de fonds étrangers non autorisés						
Promoteur suisse qui distribue par appel au public	Direction de fonds et SICAV	X	X	X	X	X	X
	SICAF	X	X	X	X	X	
Promoteur suisse qui distribue sans appel au public	Direction de fonds et SICAV	X	X	X	X		X
	SICAF	X	X	X	X		
Promoteur suisse avec distributeur	Direction de fonds et SICAV	X	X	X	X		X
	SICAF	X	X	X	X		
Représentant de fonds étrangers qui distribue		X	X		X	X	X (partie III C et D seulement)
Représentant de fonds étrangers avec distributeur		X	X		X		X (partie III C et D seulement)

II. Obligations contractuelles

A. Du distributeur

1. Envers le promoteur

Nous avons vu précédemment que le distributeur, qu'il fasse ou non appel au public, aura très souvent conclu un contrat avec le promoteur, qu'il s'agisse du contrat modèle de la SFA ou du *referral agreement* (cf. § I). Nous avons qualifié ces contrats de mandat et, en conséquence de cela, lorsque le droit suisse est applicable, les articles 394 ss CO le sont également. En particulier par rapport à sa relation avec le promoteur, le distributeur aura un devoir de bonne et fidèle exécution envers ce dernier, principe établi par l'article 398. Nous n'allons pas analyser l'étendue des devoirs découlant de cet article et pour plus de détails sur ce sujet, nous renvoyons le lecteur à l'abondante doctrine⁷⁸. Par contre, nous remarquons qu'ils se rapprochent, pour ce qui est de leur contenu, des devoirs prévus par l'article 20 LPCC que nous avons étudiés dans le chapitre précédent.

2. Envers l'investisseur

Quant à la relation avec l'investisseur, il conviendrait d'analyser séparément les circonstances d'espèce, afin de savoir si le distributeur et l'investisseur ont conclu un contrat de mandat et si ce dernier peut se prévaloir de l'article 398 CO, ou encore si le distributeur agit en tant que simple mandataire du promoteur et que l'investisseur est ainsi dépourvu de cette protection. Pour pouvoir trancher, il faudrait en particulier voir si leur rapport se situe dans un contexte plus large, et, par exemple, si le distributeur conseille l'investisseur au sujet de ses placements ou gère son portefeuille. Dans la négative, le distributeur n'aurait, vis-à-vis de l'investisseur, aucun devoir découlant de l'article 398 CO.

Dans le cas de la distribution par appel au public, nous n'aurons pas besoin de nous pencher sur cette qualification, qui dépend des circonstances factuelles, pour savoir si le distributeur a des devoirs et si l'investisseur peut s'en prévaloir. En effet, dans ce contexte, le distributeur est soumis à l'article 20 LPCC. Celui-ci est une disposition à double nature, c'est-à-dire une règle à la fois de droit administratif et de droit privé. L'article 12 de la LFP était déjà considéré comme une norme double⁷⁹, mais aussi, et surtout, l'article 11 LBVM⁸⁰ (qui est la source ins-

⁷⁸ BaKo-WEBER, CO 398 ; CR CO I-WERRO, 398 CO, N 13 à 29 ; BRETTON-CHEVALLIER (2002), pp. 88 à 103.

⁷⁹ Cf. BaKo-PFENNINGER, 12 LFP, N 8, ZK-BUTTSCHARDT, 12 LFP, N 10, Kommentar-DEN OTTER, N 6.

⁸⁰ CHAPPUIS/WERRO (2005) ; ZK-ROTH, 11 BEHG, N 22 ss ; BaKo-HERTIG/SCHUPPISSE, 11 BEHG, N 8-10. A ce propos, le Tribunal fédéral a rendu un arrêt dans lequel il statue sur les effets en droit

piratrice des règles de conduite en matière de fonds). D'un point de vue du droit administratif, le respect des devoirs énoncés par l'article 20 LPCC est une condition pour que les distributeurs puissent obtenir et conserver leur autorisation. Par contre, pour ce qui est du droit privé, ces règles complètent les éventuelles obligations du distributeur résultant du contrat conclu. En conséquence, les règles de conduite prescrites par la LPCC, même si elles relèvent en premier lieu du droit public, permettent à l'investisseur de réclamer leur application⁸¹; d'ailleurs, les autorités les appliquent d'office⁸². En outre, en ce qui concerne la LBVM, le devoir d'information de l'article 11 LBVM et son rôle en droit civil sont à lire aussi à la lumière des règles de conduite de l'ASB qui considèrent: "Il faut [donc] admettre que la LBVM consacre ainsi un contenu minimum légal des devoirs d'information, de diligence et de loyauté, applicable à tout rapport juridique d'un négociant envers son client, quelle qu'en soit la qualification, et ce lors de toutes les phases de ce rapport." A la différence de l'article 398 al. 2, dont le caractère impératif est débattu en doctrine⁸³, ces règles de conduite, dont le respect est une condition pour l'obtention et le maintien de l'autorisation, sont considérées comme des standards minimaux de comportement qui ne sont pas à la libre disposition des parties, lesquelles, en conséquence, ne peuvent pas, par contrat, en exclure l'application⁸⁴.

Si par contre, le distributeur ne fait pas d'appel au public, il sera soumis aux devoirs prévus par l'article 20 LPCC lorsqu'il agit comme mandataire d'un promoteur suisse, c'est-à-dire chaque fois qu'ils auront conclu un contrat de distribution (cf. p. 119). Dans cette hypothèse, tout comme dans celle décrite ci-dessus, le fait de savoir s'il a conclu un contrat de mandat avec l'investisseur n'est pas vraiment relevant, dans la mesure où il sera déjà soumis aux devoirs de diligence, de fidélité et d'information de l'article 20, qui a valeur de norme double. En revanche, si le distributeur distribue sans appel au public et sans avoir conclu un contrat de distribution avec le promoteur suisse, ou s'il agit comme mandataire d'un promoteur étranger ne distribuant pas par appel au public en Suisse ou depuis la Suisse, la qualification de sa relation contractuelle avec l'investisseur aura toute son importance pour établir s'il est astreint à des devoirs de diligence et d'information vis-à-vis de l'investisseur.

privé de l'article 11 LBVM, ATF 133 III 97, sur cet arrêt: DE GOTTRAU, Actualité CDBF n° 493, www.unige.ch/cdbf. D'ailleurs, dans la nouvelle version des règles de conduite ASB, la référence au fait qu'elles n'affectaient pas les relations de droit privé entre le négociant et son client a été supprimée.

81 Voir BaKo-PFENNINGER, 12 LFP, N 8, ZK-BUTTSCHARDT, 12 LFP, N 10, Kommentar-DEN OTTER, N 6.

82 Nous appliquons toujours, par analogie, le même raisonnement utilisé pour l'art. 11 LBVM, voir THÉVENOZ (1997), pp. 24-25 et ATF 133 III 97, sur cet arrêt: DE GOTTRAU, Actualité CDBF n° 493, www.unige.ch/cdbf.

83 CHAPPUIS/WERRO (2005); THÉVENOZ (1997).

84 Nous appliquons toujours, par analogie, le même raisonnement utilisé pour l'art. 11 LBVM, voir THÉVENOZ (1997), pp. 24-25 et ATF 133 III 97, sur cet arrêt: DE GOTTRAU, Actualité CDBF n° 493, www.unige.ch/cdbf.

B. Du promoteur

1. Envers le distributeur

En ce qui concerne la relation entre le promoteur et le distributeur, nous avons vu qu'ils concluent un contrat sur la base soit du modèle de la SFA, soit du *referral agreement* (cf. § I), qui relèvent du contrat de mandat.

Lorsque le droit suisse est applicable, le promoteur sera alors soumis, en tant que mandant, aux règles du code des obligations le concernant. Nous n'analysons pas ces règles dans ce contexte, d'autant plus que nous nous intéressons à la relation entre le promoteur et le distributeur seulement dans la mesure où elle a des effets sur leurs devoirs vis-à-vis de l'investisseur.

2. Envers l'investisseur

Par rapport à la relation entre le promoteur et l'investisseur, celle-ci est régie par le contrat de placement collectif ou de souscription des parts conclu entre les deux parties. A nouveau, la situation est à apprécier différemment selon que le promoteur est suisse ou étranger.

En ce qui concerne le premier, il n'est pas nécessaire de se pencher plus longuement sur la relation qui le lie à l'investisseur pour savoir s'il a, envers ce dernier, des devoirs de diligence, de fidélité et d'information découlant ou non de ce contrat. En effet, le promoteur suisse est toujours confronté aux devoirs prévus par l'article 20 LPCC, et ceux-ci déploient leurs effets sur le plan des relations de droit privé, grâce au caractère double de cette norme (cf. p. 126).

Par contre, il en va tout autrement lorsque le promoteur est étranger et qu'il ne distribue pas au public ses parts de fonds en Suisse ou depuis la Suisse. Dans ce cas, les devoirs éventuels du promoteur envers l'investisseur dépendent de la qualification de leur relation contractuelle ; qualification qui, à son tour, dépendra du droit applicable.

C. Du représentant de fonds étrangers

1. Envers le distributeur

Dans la relation entre le représentant de fonds et le distributeur, la situation est identique à celle que nous avons analysée pour le promoteur et à laquelle nous renvoyons le lecteur.

2. Envers l'investisseur

En ce qui concerne la relation entre le représentant de fonds et l'investisseur, la situation du représentant est la même que celle du promoteur suisse. En consé-

quence, il n'est pas important d'analyser si des devoirs naissent de la relation contractuelle entre le représentant de fonds étrangers et l'investisseur, étant donné que le premier est toujours soumis à l'article 20 LPCC et que les devoirs prévus par celui-ci déploient leurs effets sur le plan des relations de droit privé, grâce au caractère de norme double de cette disposition (cf. p. 126).

III. Cas particuliers

A. Distribution par une banque

Si la LB ne prévoit pas une règle similaire à l'article 11 LBVM, par contre, la plupart des banques suisses sont aussi des négociants en valeurs mobilières⁸⁵; donc, dans ce cas, elles y seront aussi soumises⁸⁶. Nous renvoyons ainsi le lecteur au paragraphe suivant, consacré aux devoirs découlant de cette règle pour la banque qui est aussi un négociant. Nous nous concentrerons ici sur les banques qui n'ont pas le statut de négociant.

Si les banques font de la distribution par appel au public, la LPCC leur est applicable et, en conséquence, elles seront soumises à tous les devoirs prévus par son article 20. La directive pour la distribution de placements collectifs s'applique aussi, d'autant plus qu'elle spécifie être applicable également aux distributeurs exemptés de l'obtention d'autorisation (comme les banques). Une exception est faite pour la distribution avec contact direct avec le client, dans la mesure où les directives concernant le mandat de gestion de fortune sont applicables⁸⁷. En effet, il y aurait double emploi, étant donné que les dispositions de la directive de distribution se rapprochent de celles qui ont été instaurées par les directives relatives au mandat de gestion de fortune.

Par contre, lorsque les banques distribuent sans appel au public, il conviendra de vérifier si elles agissent ou non en tant que mandataires d'un promoteur soumis à la LPCC, c'est-à-dire si elles ont conclu un contrat de distribution en tant que distributeur (auquel cas, tout en n'étant pas assujetties à la LPCC, elles seront soumises aux devoirs prévus par son article 20). Dans la négative, elles ne seront astreintes ni aux devoirs prévus par la loi, ni à l'autorégulation en matière de fonds (renvoi § I.B).

Par ailleurs, la relation contractuelle nouée par les banques avec leurs clients peut être souvent qualifiée de mandat (cf. p. 104) et, en conséquence, dans toutes

⁸⁵ Cf. p. 90.

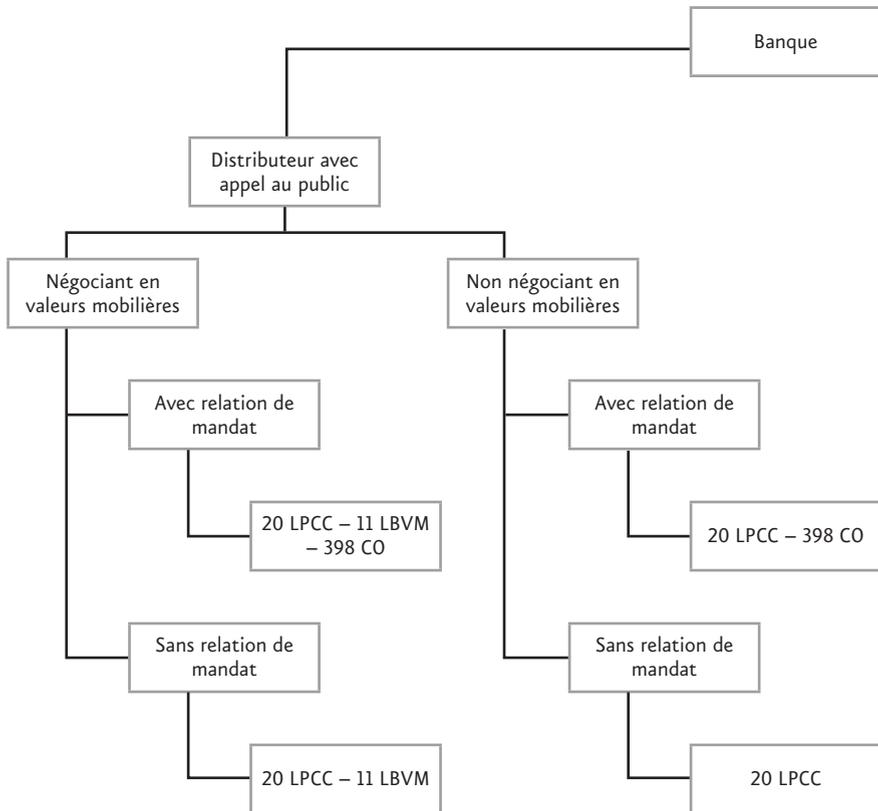
⁸⁶ Pour l'applicabilité de 11 LBVM au banquier qui est aussi négociant vis-à-vis de ses clients, et cela sans que la nature du contrat conclu n'entre en jeu, CHAPPUIS/WERRO (2005), p. 568.

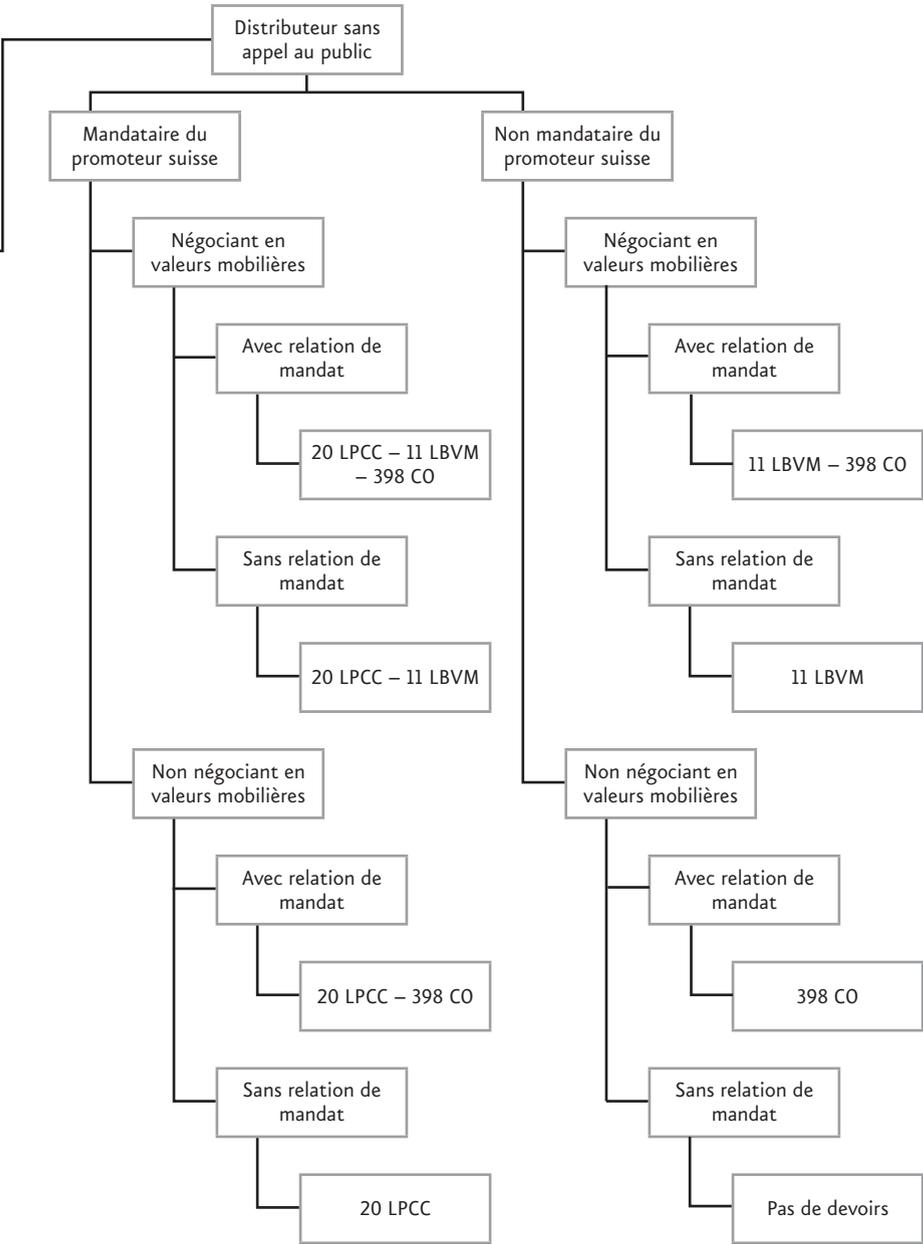
⁸⁷ Ch. 10 annexe dir. distribution SFA, substantiellement, il n'y a pas vraiment de changement.

les hypothèses où tel est le cas, elles sont assujetties aux devoirs prévus par l'article 398 CO.

En conclusion, les banques peuvent être soumises à plusieurs catégories de devoirs selon le statut qui leur est applicable: articles 20 LPCC, 398 CO et 11 LBVM (cf. schéma ci-dessous).

Schéma n° 5 : Devoirs des banques distributeurs de fonds





B. Distribution par un négociant en valeurs mobilières

Lorsque le distributeur de fonds, avec ou sans appel au public, est aussi négociant en valeurs mobilières, il devra respecter les devoirs d'information, de diligence et de loyauté envers ses clients, tels qu'ils sont énoncés par l'article 11 LBVM⁸⁸. Cette disposition, et de manière plus générale la LBVM, est concrétisée par les règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières de l'ASB (règles de conduite ASB) applicables à l'exécution d'opérations sur titres (sa version remaniée, dont la FINMA a déjà reconnu le statut de standards minimaux et sur laquelle nous nous basons, entre en vigueur à partir du 1^{er} juillet 2009). Ses sections B, C et D traitent, elles aussi, du devoir d'information, de diligence et de loyauté.

De plus, le négociant qui distribue des fonds par appel au public est également soumis à la LPCC et à ses règles de conduite (prévues par l'article 20 LPCC). La directive pour la distribution de placements collectifs s'applique aussi, d'autant plus que cette application vaut aussi pour les distributeurs exemptés de l'obtention d'une autorisation (tels les négociants). Une exception existe concernant la distribution par un contact direct avec le client, dans la mesure où les règles de conduite ASB sont applicables⁸⁹. En effet, nous serions en présence d'un double emploi, au vu des dispositions de la directive de distribution qui rappellent assez directement celles des règles de conduite ASB. En réalité, les articles 11 LBVM et 20 LPCC se recourent sur plusieurs points, d'autant plus que le second a été fortement inspiré par le premier (renvoi § (1)).

Nous n'allons pas analyser dans le détail l'étendue des devoirs découlant en particulier de l'article 11 LBVM, qui sont très semblables à ceux qui sont prévus par l'article 20 LPCC (analysé dans le chapitre précédent). A ce sujet, nous invitons le lecteur à consulter l'abondante doctrine⁹⁰. Par contre, il est intéressant de souligner que les règles de conduite ASB prévoient notamment que les négociants ne doivent répondre à aucun devoir d'information dans les cas où leur client est une banque, un négociant, un acteur soumis à autorisation au sens de la LPCC⁹¹, un gérant de fortune professionnel ou le client dudit gestionnaire, ou encore tout client confirmant par écrit qu'il connaît les risques liés à certains types d'opé-

⁸⁸ Nous renvoyons le lecteur à ce que nous avons dit à propos du parallèle entre les devoirs de fidélité, de diligence et d'information de 20 LPCC et les devoirs d'information, de diligence et de loyauté de 11 LBVM (p. 110 ss).

⁸⁹ Ch. 10 dir. distribution SFA, substantiellement, il n'y a pas vraiment de changement.

⁹⁰ THÉVENOZ (1997); CHAPPUIS/WERRO (2005); BaKo-HERTIG/SCHUPPISSER, 11 BEHG; ZK-ROTH, 11 BEHG; BaKo-STUPP/DUBS, 11 BEHG.

⁹¹ Et aussi : un acteur soumis à autorisation au sens de la loi sur la surveillance des assurances (LSA), une institution de prévoyance professionnelle ou une entreprise étrangère soumise à une autorisation comparable.

rations et qu'il renonce à toute information supplémentaire⁹². Cette disposition n'est pas vraiment anodine, en particulier en ce qui concerne la dernière exclusion. En effet, un client qui signe un document où il affirme connaître les risques de l'investissement auquel il désire procéder renonce-t-il pour autant à un devoir d'information plus étendu ? Il sera intéressant de voir la manière dont cette règle sera concrétisée. L'on peut dès lors se demander si cette exclusion est applicable aussi au négociant distributeur de fonds. La réponse est négative. En effet, les règles de conduite ASB prévoient que les dispositions en matière de placements collectifs prévalent⁹³. En conséquence, le négociant qui distribue par appel au public ne pourra pas invoquer ces règles de conduite pour se soustraire à son devoir d'information par rapport à l'activité spécifique de distribution de fonds.

Lorsque le négociant est un distributeur ne faisant pas appel au public (par exemple lorsqu'il a conclu, par écrit, un contrat de gestion de fortune avec son client ou qu'il traite avec un particulier fortuné), il conviendra de voir s'il agit ou non (renvoi § B) en tant que mandataire d'un promoteur soumis à la LPCC (auquel cas, il ne sera pas soumis à la LPCC, mais il devra quand même respecter les devoirs prévus par son article 20). En réalité, dans un cas comme dans l'autre, ses devoirs envers l'investisseur seront maintenus, du fait qu'il sera toujours soumis à l'article 11 LBVM en tant que négociant, sauf en ce qui concerne l'exclusion potentielle du devoir d'information (cf. ci-dessus) prévue par les nouvelles règles de conduite ASB. En effet, à notre avis, il sera toujours assujéti à la LBVM, car c'est justement sa qualité de négociant qui l'exonère de l'obligation de demander une autre autorisation pour la distribution.

De plus, le négociant sera toujours astreint aux devoirs découlant de la relation contractuelle qu'il a établie avec son investisseur, laquelle, comme nous l'avons vu précédemment (cf. p. 105), peut être qualifiée de commission. Dans ce cas, ces devoirs sont donc énoncés par l'article 398 CO.

En conséquence, les négociants peuvent être soumis à une double, voire à une triple série de devoirs, à savoir ceux qui découlent des articles 11 LBVM et 398 CO et, dans certains cas, de l'article 20 LPCC.

C. Distribution par un gérant de fortune indépendant

Le gérant de fortune qui distribue des placements collectifs et qui est au bénéfice d'un mandat de gestion est considéré comme ne faisant pas d'appel au public (selon les conditions de l'art. 6 II OPCC). De ce fait, il ne sera soumis ni à la LPCC, ni à une demande d'autorisation. Ses devoirs vis-à-vis de son client dépendront

⁹² Art. 3 Règles de conduite ASB.

⁹³ Art. 3 al. 6 Règles de conduite ASB.

de leur relation contractuelle⁹⁴ (s'agissant d'un mandat – 398 II CO), mais aussi de son statut de distributeur ne faisant pas appel au public – il conviendra alors de vérifier s'il agit en tant que mandataire d'un promoteur soumis à la LPCC, auquel cas il n'y sera pas soumis lui-même. Néanmoins, il conservera les devoirs prévus par son article 20 (cf. § B). En plus, s'il est affilié à une organisation d'autorégulation, il sera assujéti aux règles de conduite de celle-ci – lesquelles, si elles ont été reconnues, doivent se fonder sur la circulaire FINMA 09/1. Cette circulaire prévoit notamment des règles relatives au contrat de gestion de fortune ainsi qu'un devoir de fidélité, de diligence et d'information. Quant au contrat, il devra revêtir une forme écrite et contenir des clauses précisant l'étendue des pouvoirs du gérant, les objectifs de placement, la surveillance de la politique de placement, la méthode et la périodicité de la reddition de compte et la rémunération du gérant. Pour ce qui est plus particulièrement de cette dernière, le gérant doit dévoiler sa nature, les modalités et les éléments de sa rémunération. Les clients doivent être informés des “paramètres de calcul” et des “fourchettes de valeurs” des prestations reçues de tiers pour chaque catégorie de produit. Par ailleurs, dès lors qu'ils le demandent, ils doivent obtenir la reddition de compte sur l'importance de ces prestations reçues de tiers, “dans la mesure où elles peuvent être réparties individuellement avec des efforts raisonnables”⁹⁵. Nous ne nous pencherons pas davantage sur les devoirs de fidélité, de diligence et d'information, qui rappellent ceux de l'article 20 LPCC.

Par contre, le gérant au bénéfice d'un contrat de conseil faisant appel au public devra demander une autorisation et sera astreint à tous les devoirs découlant de ce statut (pour lesquels nous renvoyons le lecteur au paragraphe b), en plus de ceux qui sont inhérents à sa relation contractuelle avec le client (s'agissant d'un mandat – 398 II CO).

En conclusion, selon que le gérant possède ou non un statut ultérieur, ses devoirs sont plus ou moins étendus vis-à-vis de son client. Il sera de toute façon soumis à l'article 398 CO et aux règles de conduite de l'organisation d'autorégulation à laquelle il est affilié et, en plus de ceux-là, il sera assujéti, selon les cas, à l'article 20 LPCC.

⁹⁴ A ce sujet : BRETTON-CHEVALLIER (2002).

⁹⁵ Cm 28 à 32 Circ.-FINMA 09/1. D'ailleurs, certaines associations de gérants de fortune avaient déjà pris position sur le projet et étaient en faveur d'une transparence accrue (comme le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants).

IV. Conclusion intermédiaire

De cette analyse, il ressort qu'en règle générale, tous les acteurs exerçant une activité de distribution de placements collectifs ou impliqués dans la chaîne de distribution sont soumis à des devoirs de fidélité, de diligence et d'information envers les investisseurs. Ces devoirs peuvent être la résultante du droit des marchés financiers et/ou du droit des contrats.

Nous avons vu cependant qu'il existe deux situations dans lesquelles le distributeur n'a pas de devoir de diligence, en tout cas de par le droit des marchés financiers. Il s'agit, d'un côté, du distributeur qui ne fait pas d'appel au public et qui n'est pas au bénéfice d'un contrat de distribution avec le promoteur suisse; et de l'autre, du distributeur sans appel au public d'un fonds étranger non autorisé en Suisse. En effet, dans ces deux hypothèses, l'article 20 ne s'applique pas, ni directement ni indirectement, aux distributeurs; il faudra donc déterminer si les devoirs de fidélité, de diligence et d'information peuvent provenir de sources différentes. En effet, entre le distributeur et l'investisseur, il pourrait avoir été conclu un contrat de mandat (par exemple de gestion de fortune), avec la conséquence qui en découle: l'application de l'article 398 CO. De même, le distributeur pourrait être un négociant en valeurs mobilières et ainsi, il serait soumis aux devoirs prévus à l'article 11 LBVM.

Selon nous, cette problématique doit être nuancée. En effet, l'hypothèse du distributeur qui ne fait pas d'appel au public et qui n'est pas au bénéfice d'un contrat de distribution avec un promoteur suisse est probablement une situation marginale, la non-conclusion d'un contrat de distribution avec le promoteur ne revêtant aucun intérêt pour le distributeur. En réalité, les rétrocessions sont payées par les promoteurs aux distributeurs sur la base du contrat de distribution qui les lie⁹⁶. La tendance est donc bien en faveur de la signature de ce type de contrat, dès lors que le volume transactionnel est suffisant (cf. p. 101). Par ailleurs, une deuxième remarque peut être apportée concernant les deux situations, car le fait que les distributeurs ne fassent jamais d'appel au public implique deux possibilités: soit ils distribuent à des investisseurs qualifiés, soit l'investisseur agit en *self execution*.

Pour ce qui est de la distribution aux investisseurs qualifiés, elle concerne normalement une catégorie d'investisseurs sophistiqués qui ont les moyens et/ou les connaissances afin de porter la plus grande attention à leurs investissements. Parmi ceux-ci, l'on peut considérer comme étant légèrement à part les "privés

96 LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 44.

fortunés” (c’est-à-dire, soit ceux qui sont au bénéfice d’un contrat de gestion de fortune, soit les *high net worth individuals*). Quant aux investisseurs ayant signé un contrat de gestion de fortune, il est vrai que très souvent, des fonds non autorisés sont placés dans leurs portefeuilles par leurs gestionnaires (banque ou indépendant). Dans ces cas, effectivement, il n’y a pas d’appel au public et la banque et le gérant ne sont pas soumis à l’article 20 LPCC. Par contre, d’un côté, les intérêts de ces mêmes investisseurs devraient être dûment protégés par leurs gestionnaires; et de l’autre, ces derniers sont sans aucun doute astreints aux devoirs prévus par l’article 398 II CO. En ce qui concerne les *high net worth individuals*, ils restent effectivement dépourvus de la protection octroyée par la LPCC, et ils ne bénéficient pas non plus de celle qui est fournie par l’article 398 CO. Par contre, ils ont délibérément choisi ce statut, en signant sciemment un document – théoriquement en toute connaissance de cause –, avec les conséquences que cet acte peut entraîner.

Au sujet de l’investisseur qui agit en *self execution*, situation qui exclut l’appel au public du fait que celui-ci s’adresse spontanément à un distributeur pour demander un renseignement ou passer un ordre, nous pensons qu’il est normal que le distributeur n’ait pas de devoirs à sa charge. En effet, dans cette situation, il joue un rôle complètement passif, à la différence de l’investisseur.

En revanche, dans tous les autres cas, tous ceux qui font de la distribution de fonds sont confrontés à toute une série de devoirs et d’obligations vis-à-vis de l’investisseur – en l’occurrence, ce sont des devoirs qui découlent de la réglementation qui leur est applicable, auxquels peuvent même s’ajouter ceux qui dérivent des différents contrats conclus entre eux.

CHAPITRE 10 : STATUT JURIDIQUE ET DEVOIRS DU DISTRIBUTEUR EN DROIT COMMUNAUTAIRE

Nous avons vu précédemment (cf. chapitre 3) que le marché européen des fonds est soumis à une réglementation assez complexe qui varie selon l'activité en question et le fait d'être en présence ou non d'OPCVM. D'une manière générale, la législation impliquée comprend les directives OPCVM et la directive MiFID.

Les premières supposent une réglementation verticale, à laquelle sont assujetties la production, la gestion et la distribution des OPCVM¹. La seconde, quant à elle, induit une réglementation horizontale qui concerne, de façon plus généralisée, la fourniture de prestations financières². Quant aux sociétés de gestion (et plus précisément leurs activités de gestion, d'administration et de dépôt des fonds) et aux placements collectifs en tant que produit, ils sortent du champ d'application de MiFID, que l'on soit en présence d'OPCVM ou non.

Pour ce qui est de la distribution des parts de fonds, la réglementation subit de nombreux changements selon les cas. Une première distinction est à opérer entre les OPCVM et les placements collectifs non harmonisés. Dans chacune des deux situations, il convient également de dissocier les fonds qui sont distribués par la société de gestion elle-même de ceux qui sont distribués par un tiers.

I. Distribution d'OPCVM

L'un des buts de la réglementation relative aux OPCVM consiste à promouvoir la libre circulation de ceux-ci en harmonisant les différentes législations nationales, de façon à ce que l'autorisation donnée par un pays de l'Union soit reconnue par tous les autres.

Comme nous l'avons déjà mentionné, la règle de base est le *home-country control rule*. Selon celle-ci, ce sont les autorités compétentes de l'Etat membre dont l'OPCVM est originaire qui lui octroient l'agrément, conformément aux dispositions de la directive et de la législation nationale de mise en œuvre. Pour pouvoir distribuer ces parts dans les autres Etats membres, l'OPCVM devra se faire enregistrer dans les pays d'accueil où il entend être commercialisé³. L'Etat

¹ DEN OTTER (2007), p. 30.

² *Ibid.*

³ Art. 46 dir. OPCVM (correspond à l'art. 93 dir. OPCVM IV).

d'accueil peut alors lui demander de respecter les dispositions législatives, réglementaires et administratives ne relevant pas du domaine de la directive, telles que celles qui se rapportent au marketing, à la publicité et à la taxation. Ainsi, les OPCVM profitent du "passport européen" et peuvent être librement commercialisés sur le marché des pays de l'Union⁴. Cependant, force est de constater que ce passport européen ne fonctionne pas très bien. En effet, la plupart du temps, les délais d'obtention sont bien plus longs que prévu et en pratique, cela revient à requérir une autorisation dans chaque Etat⁵. La nouvelle directive OPCVM IV devrait améliorer le système actuel.

A. Distribution par les sociétés de gestion⁶

1. Règles applicables

L'article 1^{er} bis ch. 2 de la directive OPCVM (correspond à l'art. 2 al. 1 ch. b et al. 2 dir. OPCVM IV) définit la société de gestion comme "toute société dont l'activité habituelle est la gestion d'OPCVM prenant la forme de fonds communs de placement et/ou de sociétés d'investissement (gestion collective de portefeuille d'OPCVM), y compris les fonctions mentionnées à l'annexe II". Les fonctions incluses dans l'activité de gestion collective de portefeuille à l'annexe II sont la gestion de portefeuille, l'administration et la commercialisation. Il s'agit d'une liste non exhaustive. En conséquence, la distribution des parts de placements collectifs est considérée comme faisant partie de l'activité de gestion. A notre avis, cette clause est valable pour la distribution tant des propres fonds de la société de gestion que de fonds tiers, d'autant plus que la mention prévoyant que la distribution fait partie de l'activité de gestion des sociétés de gestion ne s'accompagne d'aucune autre forme de précision.

Par contre, MiFID exclut clairement de son champ d'application les gestionnaires de fonds (OPCVM ou non)⁷, sauf pour leur activité de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement⁸.

4 MOLONEY (2002), p. 250 ss; AESCHLIMANN/VISCHER (2001), p. 10.

5 Le problème a été constaté et analysé par la Commission dans COMMISSION CE, LIVRE VERT (2005), p. 5 et COMMISSION CE (2006), p. 6; THÉVENOZ (2006), p. 514.

6 Nous ne traiterons pas séparément les sociétés d'investissement, car même si elles ont un traitement différent au niveau de l'agrément par chaque Etat membre et qu'elles ne jouissent pas du passport européen, le cadre réglementaire en ce qui concerne la distribution est le même que pour les sociétés de gestion.

7 Art. 2 lit. h MiFID.

8 Art. 66 MiFID.

Pour pouvoir distribuer ses fonds en dehors de son Etat d'origine, après obtention de l'agrément officiel et préalable délivré par les autorités de ce dernier, la société de gestion pourra soit créer une succursale, soit déployer son activité au titre de la libre prestation de services⁹ dans un autre Etat membre. Dans le premier cas, elle devra transmettre une notification d'intention, accompagnée d'une série de documents, aux autorités de son Etat d'origine. Ces dernières, à moins de mettre en doute la légitimité de la structure administrative ou de la situation financière de la société, communiqueront ces données à l'Etat membre d'accueil. Celui-ci disposera de deux mois pour organiser la surveillance de la société et pour lui indiquer, le cas échéant, quelles sont les conditions supplémentaires à respecter. Dans le deuxième cas, la société devra informer les autorités de son Etat d'origine qu'elle désire pénétrer le marché de tel ou tel Etat membre; elle devra également préciser quelles sont les activités qu'elle souhaite y mettre en œuvre. Comme dans la première hypothèse, ces éléments seront transmis à l'Etat d'accueil, qui pourra alors porter à la connaissance de l'entreprise les éventuelles conditions à respecter¹⁰. En pratique, le passeport de la société de gestion n'a jamais été mis en œuvre.

L'article 5 al. 3 de la directive OPCVM (correspond à l'art. 6 al. 3 dir. OPCVM IV) prévoit par ailleurs que les Etats membres peuvent autoriser les sociétés de gestion à déployer d'autres activités, à savoir la gestion de portefeuilles d'investissement, le conseil en investissement et la garde et l'administration de parts d'organismes de placement collectif. Dans ce cas, les dispositions relatives à la capitalisation, aux exigences organisationnelles et aux règles de conduite (cf. § 2) de MiFID ne s'appliquent aux sociétés de gestion qu'au regard de la prestation des services susmentionnés¹¹. Il en découle que ces sociétés de gestion doivent être *compliant*s avec deux séries de règles (OPCVM et MiFID), selon l'activité en question (gestion de placements collectifs ou activités soumises à MiFID)¹².

Ainsi, pour leur activité de distribution de fonds, les sociétés de gestion seront purement et simplement assujetties à la réglementation OPCVM, dans leur Etat d'origine mais également dans les Etats d'accueil. Toutefois, lorsque cette distribution s'opère dans le cadre d'une activité de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement¹³ (ce qui est très souvent le cas), MiFID sera aussi applicable.

9 Art. 6 dir. OPCVM (correspond à l'art. 16 dir. OPCVM IV).

10 Art. 6bis et 6ter dir. OPCVM (correspond aux art. 17 et 18 dir. OPCVM IV).

11 Art. 66 MiFID.

12 JANIN (2007), p. 94.

13 Les parts d'organisme de placement font partie de la notion d'instruments financiers visés par la directive.

2. Devoirs de la société de gestion à l'égard de l'investisseur

En ce qui concerne leur activité de gestion de fonds et par conséquent de distribution, les sociétés de gestion sont soumises à toute une série de devoirs édictés par les directives OPCVM. Cependant, il convient de garder à l'esprit qu'il ne s'agit que de principes devant être concrétisés par les Etats membres, par le biais de leurs propres législations nationales.

Tout d'abord, il est précisé que quand bien même la société de gestion aurait délégué des fonctions à des tiers, sa responsabilité vis-à-vis de l'investisseur ne pourrait être dérogée¹⁴. Pour ce qui est des tiers (notamment des distributeurs), il conviendra de vérifier s'ils sont soumis à une autre directive (telle que MiFID), ou si les législations nationales prévoient à leur niveau des devoirs supplémentaires, ce qui leur assignerait également une responsabilité envers les investisseurs.

Les directives OPCVM, quant à elles, indiquent que les Etats membres d'origine doivent mettre en place des règles prudentielles. Celles-ci doivent être respectées par les sociétés de gestion par rapport à leur activité de gestion de fonds. Les autorités doivent notamment exiger une bonne organisation et une structure visant à "restreindre au minimum" le risque de conflits d'intérêts. Ces derniers, dès lors qu'ils surviendraient entre la société et ses clients, entre les clients eux-mêmes, entre un client et l'OPCVM ou encore entre deux OPCVM, pourraient effectivement porter atteinte aux intérêts des OPCVM ou des clients¹⁵. Il y a lieu de relever ici la terminologie "restreindre au minimum", employée à la place de l'expression "éviter les conflits d'intérêts", ce qui est assez surprenant. "Eviter les conflits d'intérêts" signifie faire en sorte qu'il ne surgissent pas; mais si cela s'avère impossible, alors il faut les gérer. Par contre, "restreindre au minimum les conflits d'intérêts" implique une limitation: des conflits d'intérêts peuvent survenir mais seulement dans une certaine mesure. Il serait intéressant de savoir quel est le degré de tolérance.

Par ailleurs, les Etats membres doivent aussi prévoir des règles de conduite¹⁶ auxquelles les sociétés de gestion doivent se conformer en tout temps. La directive donne les principes minimaux que ces règles doivent expliciter:

- Le devoir d'agir loyalement et équitablement, au mieux des intérêts des OPCVM gérés et de l'intégrité du marché.
- Le devoir d'agir avec compétence et diligence, au mieux des intérêts des OPCVM gérés et de l'intégrité du marché.
- Le devoir de faire le nécessaire afin d'éliminer les conflits d'intérêts et en cas d'impossibilité, de veiller à ce que les OPCVM gérés soient traités équitablement.

¹⁴ Art. 5 octies al. 2 dir. OPCVM (correspond à l'art. 13 dir. OPCVM IV).

¹⁵ Art. 5 septies dir. OPCVM (correspond à l'art. 12 dir. OPCVM IV).

¹⁶ Art. 5 nonies dir. OPCVM (correspond à l'art. 14 dir. OPCVM IV).

- Le devoir de se soumettre aux réglementations applicables à l'exercice de leurs activités, de façon à promouvoir au mieux l'intérêt des investisseurs et l'intégrité du marché.

L'on peut s'étonner qu'ici, les devoirs que les sociétés de gestion doivent remplir vis-à-vis du fonds et de l'intégrité du marché semblent être mis en avant par rapport à ceux qui concernent les investisseurs. Ce constat porterait à croire que dans une situation de conflit d'intérêts, les OPCVM verraient leurs propres intérêts primer au détriment de ceux des investisseurs. Le seul devoir explicite qui leur incombe envers ces derniers se rapporte au respect de la réglementation qui leur est applicable en tant que sociétés de gestion. Par ailleurs, la logique selon laquelle la loi a été conçue est un autre point qui, à notre avis, mérite d'être souligné. En effet, celle-ci commence par préciser, dans un premier temps, quelles sont les règles prudentielles à suivre afin de minimiser les conflits d'intérêts; puis elle poursuit, dans un second temps, avec l'exposé des normes de conduite qui vont permettre d'établir la présence ou l'absence de ce type de conflit. La révision des directives OPCVM considérait que la directive actuelle prévoit un "niveau élevé de protection des investisseurs"¹⁷; la nouvelle directive OPCVM IV n'apporte donc aucune modification substantielle sur ce point.

En ce qui concerne l'activité de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement, les sociétés de gestion seront par contre soumises aussi aux devoirs prévus par MiFID, pour l'analyse desquels nous renvoyons au paragraphe suivant.

B. Distribution par des distributeurs autres que les sociétés de gestion

1. Règles applicables

Les Etats membres peuvent autoriser les sociétés de gestion à confier à des tiers l'exercice d'une ou plusieurs de leurs activités, dont la distribution. Dans ce cas de figure, la délégation doit figurer dans le prospectus. Celle-ci est par ailleurs subordonnée à un certain nombre de conditions: entre autres, les autorités doivent en être informées; le mandat ne doit pas entraver la surveillance exercée sur la société; il faut que soit mis en place un système de contrôle de la part de la société de gestion sur ses mandataires; la société de gestion doit pouvoir, en tout temps, d'une part donner des instructions à ses mandataires, et d'autre part leur retirer le mandat¹⁸. Ainsi, la société de gestion peut déléguer à un tiers la tâche de commercialiser les parts d'un fonds dans un Etat membre d'accueil. Dans ce cas, elle sera quand même soumise à la procédure de notification, telle que prévue pour

¹⁷ Proposition dir. OPCVM IV, p. 12.

¹⁸ Art. 5 octies dir. OPCVM (correspond à l'art. 13 dir. OPCVM IV).

le déploiement de l'activité dans un autre Etat, au titre de la libre prestation de services¹⁹ (ces exigences ont changé dans la directive OPCVM IV²⁰).

Ces tiers distributeurs et les sociétés de gestion qui distribuent dans le cadre d'une activité de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement seront par contre soumis à MiFID. Celle-ci s'applique à "toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel"²¹. La notion de services et d'activités inclut notamment la réception et la transmission d'un ordre au nom du client; l'exécution d'un ordre au nom du client; la gestion et le conseil en investissement portant sur des instruments financiers²². La notion d'instruments financiers comprend aussi les parts d'organismes de placement collectif²³.

Comme nous l'avons vu dans la partie traitant des réseaux de distribution, dans les pays de l'Union européenne, cette activité est exercée la plupart du temps par les banques, suivies des gestionnaires de fortune indépendants et des conseillers financiers (cf. p. 46). En revanche, il est moins courant que les promoteurs se chargent eux-mêmes de la distribution de leurs fonds. De ce fait, une très large majorité des distributeurs entrent dans le champ d'application de MiFID. Par contre, la directive ne vise que les entreprises d'investissement, c'est-à-dire avec une forme sociétaire, même si elle prévoit la possibilité pour les Etats membres d'élargir, sous certaines conditions, l'application de MiFID aux entreprises d'investissement qui ne sont pas des personnes morales²⁴. De manière plus générale, en ce qui nous concerne, les règles de MiFID s'appliqueront chaque fois qu'un des intermédiaires touchés par la directive effectuera une prestation de conseil en placement ou de gestion de portefeuille reposant sur des parts de fonds, ou exécutera un ordre relatif à des fonds (*execution only*).

Au cas où ces distributeurs ne tomberaient pas dans le champ d'application de MiFID (ce qui pourrait arriver à certains gestionnaires de fortune indépendants)²⁵, ils pourraient être soumis aux éventuelles législations nationales les concernant.

19 Art. 6 *ter*, al. 5 dir. OPCVM (correspond à l'art. 13 dir. OPCVM IV). Etant donné que les sociétés d'investissement ne jouissent pas du passeport européen, ceci n'est pas valable pour elles.

20 Art. 13 dir. OPCVM IV.

21 Art. 1 ch. 1 MiFID.

22 Art. 1 ch. 2 et section A Annexe 1 MiFID.

23 Section C ch. 3 Annexe 1 MiFID.

24 Art. 1 ch. 1 MiFID.

25 Par exemple, la loi allemande de concrétisation de MiFID prévoit qu'elle ne s'applique pas aux personnes exerçant une profession libérale dans les services financiers, lorsqu'elle est pratiquée dans le cadre d'un contrat de mandat et que ladite personne est inscrite à une organisation professionnelle de droit public, § 2a al. 1 ch. 6 WpHG, BGBl. I S. 2708.

2. Devoirs des distributeurs qui ne sont pas des sociétés de gestion à l'égard de l'investisseur

Les distributeurs qui entrent dans le champ d'application de MiFID sont soumis aux devoirs prévus par celle-ci. A cet égard, elle est très innovatrice et elle pousse les devoirs de ces intermédiaires assez loin. Par contre, il est difficile d'établir avec certitude si elle donne un standard minimum ou maximum d'harmonisation. La transposition des règles de MiFID par les régulateurs nationaux n'ira probablement pas plus loin que la directive elle-même, afin de ne pas créer un désavantage concurrentiel pour les entreprises nationales²⁶. En effet, ces dernières seraient les seules à se voir imposer de telles mesures, contrairement aux entreprises d'autres pays membres venues offrir des services sur leur territoire²⁷.

En premier lieu, MiFID prévoit ainsi que des “mesures organisationnelles et administratives efficaces” doivent notamment être prises par les entreprises d'investissement, afin d'empêcher la survenance de conflits d'intérêts. En d'autres termes, MiFID institue le traitement tant des conflits actuels que potentiels. Mais anticiper de tels conflits est loin d'être simple. Par conséquent, si leur identification s'avère impossible, les sociétés devront alors dévoiler aux clients leur nature et/ou leur source²⁸. Dans ce cas, l'information transmise devra respecter des normes précises : être fournie sur un “support durable” et être “suffisamment détaillée eu égard aux caractéristiques du client”, afin qu'il puisse prendre une décision éclairée²⁹. La directive portant sur les mesures d'exécution de MiFID donne aussi la liste de toute une série de situations susceptibles de générer des conflits d'intérêts avec le client³⁰ (cf. p. 184). Elle prévoit également la mise en place, par écrit, d'une politique de gestion des conflits d'intérêts, et elle indique quels sont les critères minimaux devant y être intégrés³¹ (cf. p. 182).

D'une manière plus générale, la section 2 de la directive englobe toutes les dispositions consacrées à la protection des investisseurs. A des fins d'analyse de ces devoirs, précisons tout d'abord que leur étendue est différente selon le type de client. En effet, MiFID différencie trois catégories : les clients de détail, les professionnels et les contreparties éligibles³² :

26 D'ailleurs, c'est le cas pour la France, l'Italie et l'Allemagne, qui ont transposé les principes de MiFID tels qu'ils sont prévus par la directive elle-même (cf. § III).

27 ENRIQUES (2006), pp. 49-50.

28 Art. 13 al. 3 et 18 al. 2 MiFID.

29 Art. 22 al. 4 dir. d'exécution de MiFID.

30 Art. 21 dir. d'exécution de MiFID.

31 Art. 22 dir. d'exécution de MiFID.

32 DE FOURNOUX (2007).

- Les clients de détail: ils sont définis par opposition aux professionnels³³. Les sociétés d'investissement ont à leur égard le devoir d'information le plus large.
- Les clients professionnels: ils sont eux-mêmes répartis en deux catégories³⁴. Nous avons, d'une part, les clients considérés automatiquement comme des professionnels, dont une liste exhaustive est donnée (par exemple les établissements de crédit, d'investissement, d'assurance, de placements collectifs et leurs gestionnaires...); et d'autre part, les clients qui, à leur demande, peuvent être assimilés à des professionnels. Pour ce faire, il est nécessaire que l'entreprise d'investissement ait procédé à une "... évaluation adéquate, [...] de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client ...", afin de vérifier sa capacité à prendre des décisions d'investissement et à en comprendre les risques. Quoi qu'il en soit, il faut que parmi les trois critères indiqués par la directive (c'est-à-dire avoir effectué une moyenne de 10 transactions de taille significative par trimestre au cours des trois dernières années; gérer un portefeuille d'une valeur minimale de 500 000 euros; et se prévaloir d'une position professionnelle présente ou passée d'au moins une année et demandant une connaissance des transactions ou services envisagés), deux au moins soient remplis. La catégorisation comme client professionnel allège le devoir d'information de l'intermédiaire et en conséquence, lui permet de fournir des services plus adaptés et à moindre coût³⁵.
- La contrepartie éligible³⁶: elle comprend, d'une part, ceux qui sont déjà considérés comme tels (dont la liste est donnée par la directive: établissements de crédit, d'investissement, d'assurance, OPCVM et leurs gestionnaires...); et d'autre part, ceux qui peuvent demander un tel traitement. Cette catégorie se superpose à celle des clients professionnels. Pour les contreparties éligibles, les règles de conduite, la *best execution* et les règles concernant la gestion des ordres ne sont pas applicables. Par contre, ils doivent expressément accepter d'être traités comme contrepartie éligible et ce, soit de façon générale, soit pour chaque transaction.

Les clients doivent être informés de leur appartenance à l'une des trois catégories. Par ailleurs, il leur est permis une certaine mobilité, dès lors que les conditions pour passer de l'une à l'autre sont remplies³⁷. En cas de doute sur la catégorie d'un client, il doit être considéré comme appartenant à celle des clients de détail, cette dernière bénéficiant de la plus haute protection³⁸.

33 Art. 4 al. 1 ch. 12 MiFID.

34 Art. 4 al. 1 ch. 11 et Annexe II MiFID.

35 DE FOURNOUX (2007), p. 42.

36 Art. 24 MiFID.

37 Art. 28 dir. d'exécution de la MiFID.

38 GRUNDLER / RAGGENBASS (2008), p. 110.

Mais plus précisément, quels sont ces devoirs prévus par MiFID ?

Le premier est un devoir général consistant à agir de façon honnête, équitable et professionnelle, afin de servir au mieux les intérêts des investisseurs³⁹. S'il rappelle le devoir de fidélité des articles 20 LPCC ou 11 LBVM, il est en réalité beaucoup plus étendu. En effet, il englobe notamment toute une série d'obligations détaillées par la directive comme, notamment, des restrictions sur les rémunérations, un devoir d'information, la réception de comptes-rendus, le *suitability test*, l'*appropriateness test* ou encore l'*execution only*.

En ce qui concerne les restrictions sur les rémunérations (applicables aux clients de détail et professionnels), la directive d'exécution donne un ensemble d'indications afin que le paiement de la part d'un tiers ou d'une rémunération, une commission ou un avantage non patrimonial (*soft commission*) n'aillent pas à l'encontre de son devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur (cf. p. 182).

Le devoir d'information⁴⁰, dont l'ampleur varie selon la catégorie du client (de détail ou professionnel) est très large ; il se rapporte aux informations concernant l'entreprise d'investissement, les instruments financiers et la stratégie proposés, les systèmes d'exécution ainsi que les coûts et frais liés. Toutes les informations transmises aux clients doivent être "correctes, claires et non trompeuses", l'objectif étant de faciliter leur prise de décision d'investissement en leur donnant les moyens d'en comprendre la nature et les risques. Ce devoir est dû tant aux clients existants qu'aux clients potentiels. La directive d'exécution est beaucoup plus précise à ce sujet, mais sa portée diffère sensiblement en fonction de la catégorie à laquelle appartient le client (de détail ou professionnel). Pour que les informations gardent leur caractère "correct, clair et non trompeur", les entreprises d'investissement doivent notamment attirer l'attention du client et sur les avantages, et sur les risques des opérations envisagées ; elles doivent aussi respecter des règles strictes en matière de comparaison et d'indication des performances passées ou futures⁴¹. Les informations concernant l'entreprise d'investissement, et plus spécifiquement les services de gestion de portefeuille qu'elle propose⁴² ainsi que les clauses des contrats, doivent être transmises avant la conclusion du contrat ou la fourniture du service, et ce par le biais d'un support durable ou d'un site Internet⁴³. La directive d'exécution de MiFID précise également les informations à communiquer aux clients en ce qui concerne les coûts et frais inhérents

39 Art. 19 MiFID et PENN, Conduct of business (2007).

40 Art. 19 al. 2 et 3 MiFID.

41 Art. 27 dir. d'exécution de MiFID.

42 Art. 30 dir. d'exécution de MiFID.

43 Art. 29 al. 1 et 4 dir. d'exécution de MiFID. Art. 29 al. 5 dir. d'exécution de MiFID pour les cas dans lesquels l'information peut être donnée après la conclusion du contrat ou la fourniture du service.

à l'investissement choisi⁴⁴. Quant à la description de la nature et des risques liés à un investissement, celle-ci peut être adaptée selon la catégorie du client. Par contre, il existe une liste des éléments que la description des risques doit absolument contenir⁴⁵.

L'obligation de remettre un compte-rendu⁴⁶ a aussi une portée variable suivant la catégorie du client (de détail ou professionnel). Celui-ci doit toutefois recevoir des rapports précis concernant le service fourni par l'entreprise.

Le *suitability test*⁴⁷ ou règle de l'adéquation (dont l'étendue varie également selon la catégorie à laquelle appartient le client), pour sa part, oblige l'entreprise qui propose du conseil en investissement et de la gestion de portefeuille à s'informer par rapport à plusieurs critères: les connaissances et l'expérience des clients (actuels ou potentiels); le type d'investissement qu'ils souhaitent effectuer; leur situation financière (par exemple s'ils utilisent la totalité de leurs économies); et enfin leurs objectifs. Toutes ces informations doivent permettre à l'entreprise d'orienter les clients et de leur conseiller les produits les plus adaptés. Il incombe à cette dernière d'estimer si l'information récoltée est suffisante, et pour ce faire, elle doit prendre en compte un certain nombre d'éléments tels que la nature, les caractéristiques, la complexité et les risques afférents à la transaction ou du service à évaluer.

Quant à l'*appropriateness test*⁴⁸ ou règle du caractère approprié (dont l'ampleur diffère, comme les autres devoirs prévus par MiFID, en fonction de la catégorie du client), ce principe contraint l'entreprise, en l'absence de toute prestation de conseil en investissement et/ou de gestion de portefeuille, à prendre en considération les connaissances et l'expérience des clients (actuels ou potentiels) en matière d'investissement, afin de déterminer le bien-fondé du service ou du produit qu'ils envisagent d'acquérir. Si l'entreprise estime que l'investissement ou le service choisi n'est pas approprié, elle doit en informer le client. Elle doit aussi l'avertir lorsque les informations fournies par ce dernier ne sont pas suffisantes pour établir le caractère adéquat ou non de l'investissement. Dans le cas d'un client professionnel, le caractère adéquat de l'investissement est présumé.

Par contre, en cas d'*execution only*⁴⁹ (applicable aux clients de détail et professionnels), l'entreprise d'investissement ne doit pas procéder à l'*appropriateness test*. Il est en effet considéré qu'il y a *execution only* lorsqu'un service d'invest-

⁴⁴ Art. 33 dir. d'exécution de MiFID.

⁴⁵ Art. 31 dir. d'exécution de MiFID.

⁴⁶ Art. 19 al. 8 MiFID et art. 40 et 41 dir. d'exécution de MiFID.

⁴⁷ Art. 19 al. 4 MiFID et art. 35 dir. d'exécution de MiFID; CESR (Avril 2005), pp. 25-29.

⁴⁸ Art. 19 al. 5 MiFID et art. 36 dir. d'exécution de MiFID; *ibid.*, pp. 30-32. Nous avons déjà vu que pour le moment, la règle de la *suitability* n'a pas été admise par le Tribunal fédéral (cf. p. 116). Par contre, cette règle est connue dans le système américain, cf. FRANKEL (1999), pp. 181-182.

⁴⁹ Art. 19 al. 6 MiFID et art. 38 dir. d'exécution de MiFID; CESR (Avril 2005), pp. 33-35.

tissement comprenant exclusivement l'exécution/réception ou la transmission d'ordres est fourni sur requête du client; lorsqu'il concerne des instruments non complexes (dont font partie les OPCVM et d'autres fonds⁵⁰); et enfin lorsqu'il existe un *disclaimer* du fait de l'absence d'*appropriateness test*. Pour définir en quoi consiste un "service fourni sur requête du client", il convient de prendre en compte le considérant 30 de MiFID, qui énonce: "Un service devrait être considéré comme fourni à l'initiative d'un client, à moins que celui-ci n'en fasse la demande à la suite d'une communication personnalisée qui lui a été transmise par l'entreprise ou en son nom et qui l'invite ou tente de l'inviter à s'intéresser à un instrument financier ou à une transaction donnée. Un service peut être considéré comme fourni à l'initiative du client même si celui-ci en fait la demande à la suite d'une quelconque communication contenant une promotion ou une offre portant sur des instruments financiers, faite par tout moyen et qui, de par sa nature même, a un caractère général et s'adresse au public ou à un groupe ou une catégorie plus large de clients ou de clients potentiels."

En ce qui concerne plus particulièrement les parts de placements collectifs, le prospectus des OPCVM, tel qu'il est prévu par la directive homonyme, est réputé fournir les informations relatives d'une part aux instruments financiers (nature, risques afférents) et aux stratégies d'investissement⁵¹, et d'autre part aux coûts et frais liés⁵². Par conséquent, les distributeurs des parts d'OPCVM ne sont soumis à aucune obligation supplémentaire d'information par rapport à ces domaines spécifiques. En revanche, ils devront apporter tout renseignement utile sur les éventuels coûts et frais de leur prestation concernant les parts d'OPCVM⁵³. Les OPCVM et les autres types de fonds⁵⁴ relèvent également de la catégorie des instruments financiers pouvant faire l'objet d'une fourniture de service en *execution only* (et pour lesquels un *appropriateness test* n'est pas nécessaire).

Le deuxième devoir prévu par MiFID se rapporte à la *best execution*⁵⁵ (dont l'étendue varie selon que l'on est en présence d'un client de détail ou d'un client professionnel).

Ce principe a été introduit pour compenser les risques inhérents à la libéralisation des marchés, impliquant la mise en concurrence des marchés réglementés avec par exemple les MTF et les internalisateurs systématiques (par opposition à la *concentration rule*, qui rendait nécessaire le passage par les marchés

50 Aux conditions prévues par l'art. 38 dir. d'exécution de MiFID.

51 Art. 34 al. 1 dir. d'exécution de MiFID.

52 Art. 34 al. 2 dir. d'exécution de MiFID.

53 Cons. 54 et 55 dir. d'exécution de MiFID.

54 Ceux qui respectent les conditions prévues par l'art. 38 dir. d'exécution de MiFID.

55 Art. 21 MiFID et art. 44, 45 et 46 dir. d'exécution de MiFID. A ce sujet: GRUNDLER/RAGGENBASS (2008); GIRAUD/D'HONDT (2006), p. 153 ss; PENN, *Best execution* (2007), pp. 84-86; DOUMAYROU/HYVERNAUD (2006), p. 38.

réglementés). Il oblige les entreprises d'investissement à exécuter les ordres des clients, dans les conditions les plus favorables et au meilleur prix possible, notamment pour les clients de détail. Par contre, pour les autres types d'acquéreurs, elles doivent prendre toutes les mesures qu'elles estiment raisonnables et tenir compte de différents critères : prix, coût, rapidité, probabilités d'exécution et de règlement, taille et nature de l'ordre, etc. Dans tous les cas, il est considéré que l'entreprise se conforme à ces conditions lorsqu'elle s'acquitte de la mission qui lui a été confiée par le client. Chaque entreprise doit donc mettre en place une politique d'exécution des ordres qui sera communiquée aux clients concernés. De plus, si ces derniers en font la demande, elle doit apporter la preuve que ses principes ont été respectés à la lettre au cours de leur propre transaction. Dans ce contexte, des informations relatives aux systèmes d'exécution des ordres ainsi qu'à la raison de ce choix doivent être transmises. Les opérations réalisées au nom du client doivent être effectuées dans leur ordre d'arrivée et avec célérité. Toutefois, une série d'exceptions à la règle de la meilleure exécution a été prévue (par exemple pour une *"request for quote"*).

Enfin, MiFID instaure un troisième devoir en matière de traitement des ordres⁵⁶ (applicable aux clients de détail et professionnels). Cette règle vise à garantir que toutes les transactions soient traitées rapidement et équitablement, que ce soit entre les clients eux-mêmes ou par rapport aux ordres de l'entreprise.

Quant aux distributeurs n'entrant pas dans le champ d'application de MiFID, il conviendra de se référer aux éventuelles législations nationales les concernant, afin de s'assurer de l'instauration d'éventuels devoirs et, le cas échéant, de leur étendue.

II. Distribution de placements collectifs non harmonisés

Tous les fonds ne remplissant pas les critères pour pouvoir être considérés des OPCVM (cf. § I), sont qualifiés de placements collectifs non harmonisés.

A. Distribution par les sociétés de gestion qui les gèrent

Dans le cas de distribution de placements collectifs non harmonisés par des sociétés de gestion, les directives OPCVM ne sont clairement pas applicables, étant donné qu'elles ne se rapportent qu'aux OPCVM et non aux autres types de

⁵⁶ Art. 22 MiFID et art. 47 à 49 dir. d'exécution de MiFID.

fonds. MiFID, de son côté, exclut de son champ d'application les gestionnaires de fonds, lorsqu'ils ne fournissent pas de prestation de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement (OPCVM et autres). Dans ce contexte précis, la réglementation de la distribution est établie par chaque législation nationale, à laquelle il faut se reporter afin de vérifier si les sociétés de gestion possèdent ou non des devoirs envers les distributeurs.

B. Distribution par des distributeurs autres que les sociétés de gestion

Le traitement du cas de figure de la distribution de placements collectifs non harmonisés par des distributeurs autres que les sociétés de gestion est identique à celui de la distribution d'OPCVM par des distributeurs autres que les sociétés de gestion. En effet, si l'activité de ces professionnels n'est pas concernée par les directives OPCVM, elle pourrait en revanche être soumise à MiFID. Pour cette raison, nous renvoyons le lecteur au paragraphe B.

III. Aperçu de la législation de certains Etats membres

Notre but ne consiste ici à ne procéder ni à une analyse détaillée des législations nationales prises en considération, ni à une étude comparative de celles-ci en matière de distribution de placements collectifs. Nous souhaitons simplement donner un aperçu de la manière dont certains Etats membres ont concrétisé les devoirs imposés par les directives OPCVM et MiFID, et voir s'il existe une certaine homogénéité.

A. France

La transposition des directives européennes MiFID et OPCVM a été réalisée dans le Code monétaire et financier et dans les livres III (Prestataires) et IV (Produits d'épargne collective) du Règlement général de l'autorité des marchés financiers du 12 novembre 2004. La législation est particulière, en ce sens que le livre concernant les OPCVM ne régit que le produit. Quant au livre relatif aux prestataires, il régit tous les prestataires, sociétés de gestion comprises.

Par ailleurs, la transposition de MiFID a été effectuée sur la base du rapport de Jacques Delmas-Marsalet⁵⁷, qui avait émis des recommandations afin de prévenir

⁵⁷ Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers (Novembre 2005), www.minefi.gouv.fr/presse/communiqués/rap_commercialisation.pdf.

les risques de vente abusive ou inappropriée de produits financiers lors de leur commercialisation. Ainsi, la grande différence par rapport aux règles communautaires tient au fait que l'autorité des marchés financiers (AMF) a soumis les sociétés de gestion pratiquement au même régime que les autres prestataires (avec toutefois certaines adaptations)⁵⁸. En ce qui nous concerne, nous pouvons remarquer que les règles de conduite (art. 314.1 livre III, prestataires) et organisationnelles (lesquelles comportent certaines clauses supplémentaires exclusivement destinées aux sociétés de gestion – Livre III, 313.54 ss) sont identiques dans tous les cas de figure et reprennent la quasi-totalité des règles de MiFID.

B. Italie

Les directives OPCVM et MiFID ont été transposées dans la législation italienne et font partie intégrante du *Testo unico* (Texte unique) concernant la finance, qui est la loi régissant toute la matière⁵⁹. Le texte actuel prévoit des règles de conduite différentes selon qu'il s'agit de sociétés de gestion (art. 40 et 50 *Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998- Testo Unico della Finanza et art. 48 ss Regolamento Consob n° 11522 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernante la disciplina degli intermediari*) ou d'autres prestataires (art. 21 ss *Decreto Legislativo n° 58 del 24 febbraio 1998- Testo Unico della Finanza et art. 48 ss Regolamento Consob n° 11522 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n° 58, concernente la disciplina degli intermediari*). Concernant les sociétés de gestion, les règles reprennent de près celles que nous avons analysées au sujet de la directive OPCVM (voir § 2). De plus, il est spécifié qu'elles sont établies dans l'intérêt des investisseurs et de l'intégrité du marché. Quant aux prestataires de services autres que les sociétés de gestion, les règles sont, au contraire, similaires à celles qui sont prévues par MiFID.

C. Allemagne

L'Allemagne a aussi transposé les principes de MiFID dans sa législation, grâce au *Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz*, qui a modifié des lois déjà en vigueur afin de les adapter aux nouvelles exigences. Pour notre part, nous retiendrons notamment la *Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz- WpHG)* et l'*Investmentgesetz (InvG)*, cette dernière concernant la loi sur les placements collectifs. Ces deux lois prévoient des règles de conduite différentes pour les so-

⁵⁸ Sur le sujet : STORCK / RIASSETTO (2007) ; BUSSIÈRE / HENRY (2007), pp. 15-16.

⁵⁹ Sur le sujet : BATTAGLIA / TAVELLA (2008).

ciétés de gestion (§ 9, 41 et 99 III *Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003*) et pour les autres prestataires (§ 31 ss *Gesetz über den Wertpapierhandel [Wertpapierhandelsgesetz] in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998*). Quant à la *InvG*, elle instaure des règles de conduite proches de celles que nous avons évoquées pour la directive OPCVM (voir § 2), en particulier pour ce qui est spécifiquement des devoirs de diligence, de fidélité et d'information. A l'instar de la loi italienne, elle considère aussi que ces principes ont pour objectif l'intérêt des investisseurs et de l'intégrité du marché. De son côté, la *WpHG* contient une réglementation pratiquement identique à celle de MiFID.

D. Conclusion intermédiaire

Il est frappant que même en présence de directives très strictes et très pointues (c'est le cas par exemple de MiFID), les législations des Etats membres peuvent révéler des divergences pour ce qui est de leur transposition.

En effet, dans les situations que nous avons prises en considération, les sociétés de gestion et les autres intermédiaires sont traités de façon hétérogène (en tout cas, en ce qui concerne les règles de conduite). En France, ces deux catégories sont soumises plus ou moins aux mêmes règles, au degré plus poussé qui est celui prévu par MiFID. Par contre, en Italie et en Allemagne, la réglementation est calquée sur la législation communautaire. Le choix du droit communautaire de soumettre les sociétés de gestion qui distribuent elles-mêmes des fonds à un devoir de diligence moins exigeant que celui des autres distributeurs est pour le moins discutable. Nous trouvons à ce propos que l'approche française, qui se base sur le statut, se doit d'être saluée.

Nous pouvons dès lors établir que les sociétés de gestion d'OPCVM et les distributeurs soumis à MiFID sont astreints à des devoirs de fidélité, de diligence et d'information, même si leur étendue est très variable. Sont exclus de cette étude les sociétés de gestion de non-OPCVM et les distributeurs non assujettis à MiFID. En effet, leur traitement dépendra exclusivement des différentes législations nationales.

IV. Effet de MiFID pour la Suisse

Si la Suisse n'est naturellement pas membre de l'Union européenne, elle se situe néanmoins en son centre géographique et, en outre, cette dernière est un partenaire économique très important. De ce fait, si la législation communautaire ne la concerne pas directement, son influence est toutefois loin d'être négligeable.

En effet, MiFID est tout d'abord directement applicable aux filiales des sociétés suisses dont le siège est localisé dans l'Espace économique européen (EEE), lesquelles doivent la mettre en œuvre. Elle doit également être instaurée par les banques souhaitant offrir les services visés par la directive à des entreprises d'investissement ayant leur siège dans l'EEE (cette collaboration est précisément soumise au respect de MiFID par la société suisse). Cette directive est aussi susceptible d'être appliquée par les tribunaux européens aux entreprises d'investissement ou aux gérants de fortune indépendants suisses, lesquels fournissent tous deux des services – au sens de la directive – à des clients domiciliés dans un Etat membre. Cette possibilité tiendrait au fait que les clients en question pourraient les actionner à partir de leur lieu de domicile (selon la convention de Lugano⁶⁰). De même, le droit de l'Etat de résidence pourrait être considéré comme applicable (par le droit international privé). Enfin, MiFID aura aussi une influence sur les succursales européennes des sociétés suisses, qui doivent respecter le droit de l'Etat où elles se trouvent, lequel aura mis en œuvre la directive⁶¹.

MiFID peut également avoir un impact sur les entreprises d'investissement européennes localisées en Suisse. Si les filiales de sociétés européennes sises en Suisse ne sont pas soumises à ladite directive, il est toutefois envisageable que la société mère impose des standards MiFID à toutes les sociétés du groupe. Il en va de même pour les succursales, excepté qu'elles sont concernées par MiFID, de toute façon en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise. Pour finir, les entreprises d'investissement situées dans l'EEE peuvent proposer leurs services en Suisse et aux clients suisses sans être impliquées par la directive⁶².

En conséquence, il apparaît clairement que MiFID est suivie de très près par les opérateurs suisses qui doivent, selon les circonstances, s'y adapter.

V. Réflexions sur les différences et similitudes entre la distribution en droit suisse et en droit communautaire

En ce qui concerne la distribution des placements collectifs et les devoirs incombant aux acteurs de la chaîne de distribution, en Suisse et dans l'Union européenne, nous avons pu remarquer qu'en pratique, dans la plupart des cas de fi-

60 S'ils étaient considérés comme des consommateurs par le tribunal saisi, cf. Oberlandesgericht Hambourg, arrêt du 23 juin 2004 (lequel a déjà tranché dans ce sens, concernant le client allemand d'une banque suisse).

61 GRUNDLER/RAGGENBASS (2008), p. 106.

62 *Ibid.*, p. 108.

gure, tous les intervenants impliqués dans des activités de distribution ont un devoir de fidélité, de diligence et d'information plus ou moins prononcé vis-à-vis de l'investisseur. En ce qui concerne la Suisse, nous avons observé que ces devoirs sont plus ou moins étendus selon le type de client (investisseur qualifié ou pas) et selon la source dont ils découlent (la loi, l'autorégulation ou le contrat). Par rapport à l'Union européenne, pour laquelle nous nous sommes purement et simplement limités à l'étude du droit communautaire qui donne le socle commun minimum, l'étendue de ces devoirs varie selon que les fonds sont distribués par le promoteur (sauf dans le cadre de la gestion de portefeuille ou du conseil en investissement) ou par d'autres types de distributeurs (dans ce cas il varie aussi selon le type d'investisseur). La brève incursion que nous avons réalisée dans certaines législations nationales nous a permis de constater que le choix d'imposer un "surplus" connaît d'importantes variations d'un Etat à l'autre.

Après avoir vu que la présence de ces devoirs est une constante dans ces deux législations, nous souhaitons maintenant faire quelques remarques au sujet de problématiques choisies.

La gestion de fortune ou de portefeuille (la première étant la terminologie suisse et la deuxième la terminologie européenne) et le conseil en placement restent des points clés, tant en droit communautaire qu'en droit suisse. En ce qui concerne le droit communautaire, ces deux activités sont directement appréhendées par MiFID. Par conséquent, chaque fois que des parts de fonds sont proposées dans ce cadre (comme d'ailleurs tout autre produit), les règles de conduite de celle-ci sont applicables, assurant ainsi un élevé niveau de protection. Quant au choix de la Suisse, il est radicalement opposé. En effet, le gestionnaire de fortune qui propose des prestations de gestion ou de conseil n'est pas soumis à surveillance prudentielle (même si aujourd'hui, il y a des règles de conduite émises par la circulaire FINMA 09/1 qui sont assez strictes pour cette catégorie de professionnels, mais encore faut-il qu'ils soient affiliés à un organisme d'autorégulation qui a demandé la reconnaissance de ces règles) mais uniquement, à certaines conditions, à la surveillance en matière de LBA. De plus, l'activité de gestion de fortune concernant des fonds n'est pas assujettie à la LPCC. En effet, tant le client que le gérant sont considérés comme des investisseurs qualifiés et, en conséquence, le second se voit exempté de l'exigence d'autorisation pour distributeur; d'ailleurs, il n'est pas non plus soumis aux devoirs prévus par la LPCC, en tout cas pas directement (cf. p. 133). En matière de conseil en placement, les gestionnaires ne bénéficient par contre d'aucune exception et, lorsqu'ils remplissent les conditions requises, ils entrent dans le champ d'application de la LPCC. Comme nous le voyons, la situation n'est pas simple. Selon nous, il aurait fallu dispenser les gestionnaires de fortune (et tout autre distributeur), quelle que soit leur activité, de la nécessité d'obtenir une autorisation pour la distribution, tout en les soumettant aux règles

de la LPCC. D'une manière plus générale, nous pensons que beaucoup de problèmes proviennent d'un côté du maintien d'une autorisation de police pour les distributeurs, et de l'autre du fait que son octroi dépend d'une condition qui n'est pas toujours simple à décoder: l'appel au public. Il aurait fallu, à notre avis, abolir ladite autorisation (option d'ailleurs prise en compte mais n'ayant pas abouti, cf. p. 78), tout en soumettant quand même tous les distributeurs aux devoirs prévus par la loi; ou encore maintenir l'autorisation en prévoyant des devoirs moins poussés pour une certaine catégorie de clients. Nous pouvons ainsi regretter la complexité du système suisse à ce niveau.

Un autre sujet sensible concerne l'*execution only* et ses implications sur les devoirs qui en découlent. La définition apportée par MiFID prévoit qu'il faut que le service soit fourni à l'initiative d'un client. Cette condition est valable même si sa démarche succède à une promotion ou à une offre portant sur des instruments financiers, tout en conservant un caractère général et en s'adressant au public, à un groupe ou encore à une catégorie plus large de clients avérés ou potentiels. Par contre, cette même condition est invalidée si la demande du client se produit "à la suite d'une communication personnalisée qui lui a été transmise par l'entreprise ou en son nom et qui l'invite ou tente de l'inviter à s'intéresser à un instrument financier ou à une transaction donnée". Le droit suisse distingue d'une part, la *self execution*, par le biais de laquelle le client procède à un investissement pour lequel il n'y a pas appel au public – et pouvant aussi avoir lieu en *execution only* (auquel cas le distributeur n'a pas de devoir d'information dérivant du droit des placements collectifs); et d'autre part, l'*execution only*, qui permet au client, en substance, de réaliser une transaction sans demander conseil (cf. p. 82), bien que celle-ci puisse concerner un fonds distribué par appel au public. Le fait de savoir si le client agit en *self exécution* ou en *execution only* dépend du cas d'espèce. En réalité, les notions d'*execution only* présentes en droit suisse et en droit communautaire se recoupent, en ce que le client agit sans qu'aucune recommandation particulière ne lui soit directement adressée. Par contre, en droit suisse, il existe cet autre principe de *self execution*; dès lors, les deux notions – *execution only* et *self execution* – se chevauchent.

Dans l'hypothèse de l'*execution only*, le droit communautaire autorise certains allègements en ce qui concerne les devoirs des entreprises d'investissement. Une telle option est prévue en droit suisse par l'autorégulation qui permet, dans ces cas, de satisfaire au devoir d'information par le biais de documents standardisés (cf. chapitre 9). Il nous semble cependant que cette disposition aurait peut-être mérité d'être mentionnée dans la loi, en spécifiant que dans de telles situations, la diffusion d'un prospectus au contenu véridique et conforme aux réglementations suffirait à s'acquitter de son devoir d'information. Nous sommes tout à fait d'accord avec le principe d'un devoir d'information à deux vitesses, qui en réalité

ne touche pas aux éléments du “noyau dur” de son étendue en cas d'*execution only*, mais qui oblige plutôt le prestataire à donner davantage d'informations, dès lors que cette nécessité ressort d'un entretien avec le client. Le fait de prévoir un régime d'*execution only* dans la loi n'aurait certes rien changé au niveau des faits, mais il aurait permis de l'institutionnaliser.

Après cette analyse des règles de conduite, un constat s'impose : le devoir de fidélité semble instaurer un principe – celui d'agir conformément aux intérêts des investisseurs –, et les devoirs de diligence et d'information apparaissent comme les moyens de le respecter. En effet, comme nous l'avons vu, le fait que la loi tente de préserver l'intérêt des investisseurs ne signifie pas qu'elle soit capable d'écarter tout risque de conflits. Mis à part certaines mesures formellement proscrites, des dispositions doivent donc être prises afin de gérer ces derniers. C'est ainsi que la procédure instaurée par le législateur prévoit deux niveaux d'action : d'une part, la mise en place d'une structure organisationnelle afin de prévenir le conflit (devoir de diligence); et d'autre part, l'information apportée par l'investisseur lorsqu'un conflit est inévitable (devoir d'information).

CHAPITRE 11 : LES CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION

I. Les conflits d'intérêts dans l'industrie des fonds

A la lumière de ce que nous avons vu précédemment, nous pouvons désormais déterminer si, dans le domaine des placements collectifs de capitaux, il existe les éléments donnant naissance à des conflits d'intérêts potentiel, c'est-à-dire des intérêts opposés et un devoir de fidélité (cf. p. 67).

En ce qui concerne les différents intérêts en jeu, le promoteur a tout intérêt à ce que les parts ou les actions de son fonds soient vendues et à ce que la masse sous gestion augmente (afin d'une part d'accroître ses gains – avec une *management fee* plus élevée – et d'autre part de faire des économies d'échelle pour rendre son fonds plus attrayant et ainsi vendre plus de parts et accroître ses gains). Quant aux distributeurs, leur but principal consiste à vendre le plus de parts possible, étant donné que leur bénéfice est directement lié à leur performance. Pour ce qui est des investisseurs, ils s'attachent à réaliser l'investissement le plus adapté à leurs exigences et qui, dans la catégorie choisie, implique le meilleur rendement à moindre coût. Tous ces différents intérêts en jeu revêtent un caractère antinomique. Le vrai problème tient au fait que tous les acteurs recherchent le profit, et qui plus est, le profit maximal, lequel est obtenu sur les mêmes fonds, à savoir les fonds sous gestion. Il s'ensuit que ce qui est gagné par l'un est payé par l'autre. Dès lors, le premier élément susceptible de provoquer un conflit d'intérêts, c'est-à-dire la présence d'intérêts opposés, semble ici évident.

En ce qui concerne le deuxième élément, à savoir le devoir de sauvegarde des intérêts d'une partie par l'autre, nous avons vu lors de l'analyse du promoteur, du distributeur de fonds, des investisseurs ainsi que des relations qui les lient et des règles qui les régissent que, la plupart du temps, le distributeur et le promoteur sont les "débiteurs" d'un devoir de diligence en faveur de l'investisseur. Ce devoir leur incombe soit de par la loi, soit de par le contrat de mandat. Il apparaît donc clairement que, dans le domaine de la distribution des placements collectifs, tous les éléments sont réunis pour engendrer un conflit d'intérêts.

La présence en soi d'un conflit d'intérêts potentiel n'est sûrement pas suffisante pour créer un problème. En effet, le problème surgit lorsque le devoir de fidélité est violé. L'OCDE a constaté qu'en pratique, les fonds sont effectivement vulnérables face à la problématique des conflits d'intérêts. En effet, les intervenants contrôlent non seulement des sommes considérables, mais aussi l'information

donnée aux investisseurs. Ces derniers ne sont donc pas forcément à même d'évaluer la performance des fonds¹. De ce fait, certains promoteurs et distributeurs pourraient profiter de cette position et violer leur devoir de fidélité², ce qui leur serait d'autant plus facile en l'absence d'obligations précises en matière d'organisation ou d'information visant à éviter un conflit en particulier.

II. Les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution

Dans le processus de distribution de fonds, les conflits d'intérêts potentiels sont légion. Dès lors, nous avons choisi de nous focaliser sur ceux qui sont liés à la rémunération des différents intervenants.

Dans les prochains paragraphes, nous allons identifier en particulier les conflits d'intérêts pouvant survenir entre le distributeur, le promoteur d'une part, et l'investisseur d'autre part, à cause du type de rémunération payé aux premiers. En effet, nous voulons voir dans quelle mesure cette rémunération peut entrer en conflit avec les intérêts des investisseurs.

A. Les conflits d'intérêts du distributeur de fonds

Premièrement, il nous semble nécessaire de spécifier que l'analyse réalisée ci-dessous ne concerne que les distributeurs subordonnés à un devoir de fidélité, soit de par la loi, soit de par leur relation contractuelle. En fait, la grande majorité des distributeurs³ sont concernés, puisque, d'une manière ou d'une autre, ils sont presque tous soumis à un tel devoir (cf. chapitre 9) et à ce titre, eux seuls peuvent se retrouver dans une situation de conflit d'intérêts.

Deuxièmement, nous traiterons ici exclusivement les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre le distributeur et l'investisseur à cause du mode de rémunération du premier. Comme nous l'avons vu précédemment, ce paiement peut prendre les formes suivantes: honoraires et/ou commission de courtage et/ou rétrocession depuis les commissions d'entrée et/ou de sortie et/ou *management fee*.

1 OCDE, White paper (2005), p. 160.

2 *Ibid.*

3 Ce sont les distributeurs qui distribuent, sans appel au public, soit des fonds suisses avec lesquels ils n'ont pas conclu un contrat de distribution, soit des fonds étrangers sans approbation et qui, de surcroît, n'ont pas conclu un contrat de mandat avec l'investisseur.

1. Honoraires et conflits d'intérêts

Le paiement d'honoraires ne crée pas une situation de conflit d'intérêts potentiel lorsque ceux-ci sont fixés dans le contrat (ou du moins les critères pour les calculer), dont l'investisseur a connaissance et pour lesquels il a préalablement donné son accord. S'il est vrai que leur montant est effectivement lié aux choix opérés par les distributeurs, cette décision n'influencera pas le montant des honoraires puisque ceux-ci dépendront de la performance du produit choisi ou de la masse sous gestion.

En conséquence, les choix du distributeur par rapport à l'investissement dans un fonds plutôt que dans un autre ne sont pas influencés négativement par le simple fait qu'investir dans l'un ou l'autre fonds lui fait gagner plus d'argent.

2. Commission de courtage et conflits d'intérêts

En principe, les commissions de courtage sont également prévues par les conditions générales signées par le client, ou du moins leur mode de calcul ; en conséquence, l'investisseur en a pris connaissance. Ces paramètres dépendent de l'intermédiaire choisi et des montants investis et, par conséquent, le simple fait de percevoir une commission de courtage ne met pas le distributeur dans une situation de conflit d'intérêts potentiel. En effet, privilégier un fonds par rapport à un autre n'influence pas le montant de cette commission.

Par contre, si ce type de rémunération est octroyé, le distributeur pourrait être tenté de multiplier les transactions, étant donné que chacune d'elles lui rapporte de l'argent (*portfolio churning*). Cependant, cette pratique est formellement interdite (cf. p. 111).

3. Rétrocessions payées sur la commission de gestion et conflits d'intérêts

Ici, la problématique naît du fait que le distributeur pourrait être tenté de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux de l'investisseur⁴. En effet, alors que le distributeur recherche la maximisation de ses revenus, l'investisseur, lui, vise la minimisation des frais à sa charge⁵ ainsi que le conseil le plus adapté à ses exigences. Dès lors, toute transaction ne coïncidant pas avec ses objectifs ne revêt pour lui aucun intérêt⁶.

4 Hsu (2006), p. 3.

5 KÜHNE / LENGAUER / AMSTUTZ / IMWINKELRIED / DÖMER (2007), p. 48.

6 KUHN (2006), p. 1052.

Dans tous les cas, chaque fois que le distributeur conseille l'investisseur, le paiement des rétrocessions peut interférer avec le devoir de fidélité dont il est débiteur et créer ainsi un conflit d'intérêts potentiel⁷. En effet, le distributeur pourrait être amené à vendre le plus de parts possible, ou à vendre celles qui lui rapportent les rétrocessions les plus élevées à la place de celles qui correspondent le mieux au profil de l'investisseur. La question qui se pose alors est de savoir si son choix se fonde sur l'intérêt de l'investisseur ou sur le sien (ou encore sur celui du promoteur qui est aussi son mandant).

Une décision du *Bundesgericht* allemand a bien mis en évidence cette problématique. Il s'agissait d'un cas de rétrocessions touchées par une banque lors de l'acquisition de parts de fonds par un de ses clients :

*“Die Aufklärung über die Rückvergütung ist notwendig, um dem Kunden einen insofern bestehenden Interessenkonflikt der Bank offen zu legen. Erst durch die Aufklärung wird der Kunde in die Lage versetzt, das Umsatzinteresse der Bank selbst einzuschätzen und zu beurteilen, ob die Bank ihm einen bestimmten Titel nur deswegen empfiehlt, weil sie selbst daran verdient. Nach der Rechtsprechung des Senats hat eine Bank, die einem Vermögensverwalter Provisionen und Depotgebühren rückvergütet, ihren Kunden vor Abschluss der vom Vermögensverwalter initiierten Effekengeschäfte darauf hinzuweisen, dass sie dadurch eine Gefährdung der Kundeninteressen durch den Vermögensverwalter geschaffen hat. Diese Rechtsprechung ist auch auf den vorliegenden Fall zu übertragen. Wenn eine Bank einen Kunden ohne Zwischenschaltung eines Vermögensverwalters berät, Anlageempfehlungen abgibt und dabei an den empfohlenen Fonds durch Rückvergütungen verdient, sind die Kundeninteressen durch die von der Bank erhaltenen Rückvergütungen gefährdet. Es besteht die konkrete Gefahr, dass die Bank Anlageempfehlungen nicht allein im Kundeninteresse nach den Kriterien anleger- und objektgerechter Beratung abgibt, sondern zumindest auch in ihrem eigenen Interesse, möglichst hohe Rückvergütungen zu erhalten. Dabei spielt es entgegen der Ansicht der Beklagten keine Rolle, ob die Rückvergütungen einem bestimmten Geschäft unmittelbar zugeordnet werden oder in gewissen Zeitabständen gezahlt werden. Wesentlich ist nur, dass die Rückvergütungen umsatzabhängig sind.”*⁸

Le fonctionnement des distributeurs en architecture ouverte ou fermée ne joue pas un rôle clé dans la problématique des conflits d'intérêts créés par la perception de rétrocessions. En effet, d'un côté, la palette des choix et le type de conseil sont différents. Mais de l'autre, la formule n'offre aucun moyen d'empêcher le distributeur de privilégier le fonds pour lequel il touche le plus de rétrocessions (à l'intérieur de la palette qu'il a à disposition), par rapport à celui qui correspond le mieux aux exigences de l'investisseur⁹.

⁷ Hsu (2006), p. 3.

⁸ C. 23 BUNDESGERICHTSHOF, XI ZR 56/05 du 19 décembre 2006 ; sur cette décision : NIKOLAUS / D'OLEIRE (2007).

⁹ HAESBROUCK (2002).

A ce sujet, une autre remarque s'impose. Certes, nous avons constaté que la plupart des distributeurs sont liés par un devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur. Cependant, ceux qui se trouvent effectivement dans cette situation ne conseillent pas systématiquement leurs clients sur les investissements à réaliser. En conséquence, ils ne sont pas toujours en mesure d'influencer le choix du client selon leurs propres intérêts. Ce n'est certainement pas le cas lorsque le distributeur agit en *execution only*. En effet, si le devoir de fidélité prévoit que le distributeur doit œuvrer dans l'intérêt de l'investisseur, il faut tout d'abord qu'il lui soit demandé d'intervenir. Lorsque le client décide lui-même de son investissement et transmet l'ordre au distributeur, celui-ci n'est pas confronté à une situation de conflit d'intérêts¹⁰. N'étant pas le décisionnaire, il ne peut pas aller à l'encontre de l'intérêt de son client dans le but de recevoir les rétrocessions liées à la transaction¹¹. En conséquence, la présence *per se* du devoir de fidélité n'est pas une source immédiate de conflits d'intérêts. Ce devoir impose d'agir constamment dans l'intérêt des investisseurs (cf. p. 111), ce qui implique justement un agissement du distributeur.

Par contre, il convient de préciser que le distributeur percevra quand même des rétrocessions, et ce de manière systématique, dès lors qu'il est lié par un contrat de distribution avec le promoteur du fonds choisi par l'investisseur.

La question qui se pose alors est la suivante : si le choix du distributeur se porte sur tel ou tel fonds, la raison tient-elle aux rétrocessions qu'il reçoit, ou est-ce l'intérêt de l'investisseur qui prime, dès lors que le premier devrait veiller à ce que l'investissement corresponde parfaitement aux exigences du second ?

4. Rétrocessions payées à partir de la commission d'entrée et/ou de sortie et conflits d'intérêts

Nous avons déjà vu que des commissions d'entrée et/ou de sortie sont payées par les investisseurs et qu'une partie, voire l'intégralité de celles-ci, est rétrocédée aux distributeurs. La question ici est de savoir si le paiement de rétrocessions sur ces commissions peut aussi engendrer une situation de conflit d'intérêts potentiel entre le distributeur et l'investisseur.

Le but de ces rétrocessions, tout comme celui des rétrocessions payées à partir de la commission de gestion, consiste à compenser les services reçus par les promoteurs, dont la distribution¹². Par contre, à la différence des rétrocessions

¹⁰ En tout cas pas liés à la perception des rétrocessions. En effet, il pourrait toujours y en avoir, par exemple parce que le distributeur fait du *front running* ou parce qu'il vend à un prix différent de celui du marché.

¹¹ EMMENEGER (2007), p. 71.

¹² THÉVENOZ (2007), pp. 346-347.

susmentionnées, elles ne sont pas prélevées sur les fonds sous gestion, mais payées directement par les investisseurs. En dépit de cela, la même question subsiste : si le choix du distributeur se porte sur tel ou tel fonds, la raison tient-elle aux rétrocessions qu'il reçoit, ou est-ce l'intérêt de l'investisseur qui prime, dès lors que le premier a veillé à ce que l'investissement corresponde parfaitement aux exigences du second ?

B. Les conflits d'intérêts du promoteur

Notre analyse de la problématique des conflits d'intérêts entre promoteur et investisseur s'articulera autour des conflits potentiels qui sont engendrés par la rémunération que le promoteur octroie au distributeur.

Précisons que notre étude ne concerne que les promoteurs ayant à leur charge un devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur. La grande majorité d'entre eux¹³ sera donc concernée, puisque, d'une manière ou d'une autre, tous ou presque y sont soumis (cf. chapitre 9). En effet, seuls les débiteurs de ce devoir peuvent se retrouver dans une situation de conflit d'intérêts.

1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion et conflits d'intérêts

Nous avons vu que l'intérêt principal du promoteur est d'augmenter la masse sous gestion afin d'engendrer des économies d'échelle, lesquelles devraient à leur tour générer une diminution des frais de gestion¹⁴. Par ailleurs, plus les parts d'un fonds se vendent, plus elles sont susceptibles de se vendre (c'est l'effet cascade). En effet, les investisseurs suivent généralement la tendance, au lieu de se pencher sur l'étude de différents fonds afin d'en déterminer la valeur¹⁵. Pour ces raisons, les promoteurs sont très concernés par la vente de leurs parts par les distributeurs. Une telle augmentation de la masse sous gestion devrait bénéficier également aux investisseurs, qui verraient dès lors leurs frais se réduire. Toutefois, comme nous l'avons constaté auparavant, dans la pratique, cette augmentation ne se traduit pas nécessairement par un tel résultat. Bien au contraire, elle engendre plutôt une augmentation des frais de gestion. Nous voyons deux raisons à cela.

¹³ Ce sont seulement les promoteurs étrangers qui distribuent sans appel au public leurs fonds en Suisse ou depuis la Suisse qui sortent du champ d'application de la LPCC et, en conséquence, du devoir de fidélité qu'elle impose.

¹⁴ FRANKEL (2007), p. 375.

¹⁵ *Ibid.*

Premièrement, dans un système d'architecture fermée – ou du moins où elle est prédominante –, les banques proposent leurs propres fonds à leurs clients. De ce fait, elles auront toutes tendance à créer une multitude de fonds du même type, lesquels n'entreront donc pas vraiment en concurrence les uns avec les autres. Il en découle une absence d'économies d'échelle et, par conséquent, aucune répercussion sur les frais de gestion¹⁶. Deuxièmement, pour augmenter la masse sous gestion, il faut vendre plus de parts avec l'aide des distributeurs dont la rémunération, versée sous forme de rétrocessions, prend une place de plus en plus importante. Il en va de même lorsque le distributeur appartient au même groupe. En effet, celui-ci est responsable de son chiffre d'affaires et de son bénéfice; il ne peut donc se permettre de distribuer des parts sans recevoir de compensation¹⁷ (cf. p. 201). Dans un système d'architecture ouverte, la problématique liée aux économies d'échelle ne devrait pas avoir de réel impact, dans la mesure où les fonds sont en concurrence directe les uns avec les autres et qu'ainsi, les moins rentables devraient céder le pas aux plus avantageux. Par contre, dans ce cas également, le problème principal reste celui de la rémunération des distributeurs. Donc, que l'on soit en architecture fermée ou ouverte, les rétrocessions payées par les promoteurs aux distributeurs ont un poids très important sur les frais supportés par un fonds. En effet, les canaux de distribution internes sont envahis soit par d'autres produits entrant en concurrence avec les fonds (par exemple les produits structurés)¹⁸, soit par les fonds provenant d'autres sources¹⁹. Les promoteurs doivent donc avancer des arguments économiquement très convaincants pour inciter les distributeurs à vendre leurs produits.

De toutes ces constatations, il ressort clairement que deux intérêts peuvent entrer en conflit: celui des promoteurs, qui consiste à augmenter la masse sous gestion par le biais de rétrocessions; et celui des investisseurs, qui au contraire vise à ne plus l'augmenter, dès qu'elle engendre une hausse disproportionnée des frais de gestion du fonds. Certes, les rétrocessions sont prélevées à partir de la *management fee*, qui représente, de par le contrat ou les statuts, la rémunération des promoteurs. Par conséquent, ces derniers devraient pouvoir l'utiliser comme bon leur semble²⁰. Mais en réalité, les commissions négociées par le promoteur et le distributeur (en fonction d'un pourcentage ou de points base des investissements des clients amenés par ce distributeur), sont payées sur les actifs sous gestion et considérées comme faisant partie intégrante de la *management fee*. Économiquement parlant, ces commissions passent par les comptes du fonds et non par

16 COMMISSION CE, Annexe Livre vert (2005), p. 9.

17 THÉVENOZ (2006), p. 516.

18 THÉVENOZ (2007), p. 346.

19 CANTO (2001), p. 30 distribution; SCHULZ (2002).

20 THÉVENOZ (2007), p. 345.

ceux du promoteur²¹. Etant donné que ce dernier utilise l'argent des investisseurs, il doit respecter le devoir de fidélité qui le lie à eux, lorsqu'il négocie le montant de ces paiements avec les distributeurs²².

A ce stade, tous les éléments du conflit d'intérêts potentiel sont présents : deux intérêts opposés et le devoir, pour l'une des deux parties, de prendre en compte l'intérêt de l'autre. La question qui se pose alors est la suivante : lorsque le promoteur a fixé le montant des rétrocessions, l'a-t-il fait en pensant que les distributeurs allaient vendre le plus de parts possible, ou a-t-il gardé à l'esprit l'intérêt des investisseurs – qui doit primer – et fait en sorte que leurs frais ne soient pas disproportionnés ?

Il faut encore faire une distinction en ce qui concerne le promoteur distributeur de ses propres fonds. Dans ce cas, il ne se trouvera pas dans la situation de conflit ci-dessus décrite, étant donné qu'il ne devra pas négocier de rétrocessions et qu'il gardera tout simplement la commission de gestion dont le montant est clairement indiqué dans le prospectus.

2. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission d'entrée et/ou de sortie et conflits d'intérêts

Il faut ici déterminer si ces rétrocessions payées au distributeur par le promoteur peuvent générer une situation de conflit d'intérêts entre le promoteur et l'investisseur. Du fait que le taux de rétrocession est l'objet d'une négociation entre le promoteur et le distributeur, nous pouvons constater la présence d'un conflit d'intérêts potentiel. En effet, nous nous retrouvons toujours devant deux intérêts opposés : nous avons d'un côté celui du promoteur, qui pourrait fixer le montant de la rétrocession de façon à inciter les distributeurs à vendre son fonds ; et de l'autre celui de l'investisseur, pour lequel ces sommes doivent rester raisonnables. Cette problématique est semblable à celle des rétrocessions payées sur la commission de gestion.

C. Le représentant de fonds étrangers

Nous avons établi que le représentant de fonds étrangers a un devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur.

En ce qui concerne son travail de distributeur, puisque sa rémunération se présente sous la même forme que celle de ce dernier (cf. chapitre 5), les probléma-

²¹ *Ibid.*

²² *Ibid.*

tiques sont les mêmes. De ce fait, les conflits d'intérêts du représentant de fonds distributeur sont les mêmes que ceux du distributeur et, pour leur analyse, nous renvoyons au paragraphe A. A partir de ce moment, nous n'allons plus analyser le représentant indépendamment du distributeur.

En ce qui concerne sa rémunération en tant que lieu de paiement, le cas échéant, nous avons vu qu'elle peut avoir la forme de rétrocession. Par contre, il nous semble que dans ce contexte, nous ne sommes pas devant une situation de conflit d'intérêts, car il manque l'élément des intérêts opposés entre le représentant et l'investisseur. En effet, le premier ne fixe pas le montant des rétrocessions avec les distributeurs (tâche accomplie par le promoteur) et ne conseille pas l'investisseur.

III. Conclusion intermédiaire

De cette analyse, il ressort clairement que la source des conflits d'intérêts liés à la rémunération concerne les rétrocessions. Rétrocessions au sens large, c'est-à-dire payées sur base de la commission de gestion et des frais d'entrée et/ou de sortie.

PARTIE III

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : COMMENT DOIVENT-ILS ÊTRE GÉRÉS ?

Après avoir identifié les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution de fonds, nous allons nous pencher, dans cette troisième partie, sur leur gestion. Afin de déterminer si les conflits d'intérêts liés à la rémunération sont gérés de façon satisfaisante, nous traiterons d'une part de la réponse donnée par le droit des marchés financiers à ces conflits d'intérêts et, d'autre part, des solutions offertes par le droit privé. Sur la base de ces éléments nous pourrions analyser les solutions qui nous semblent être les plus adaptées.

CHAPITRE 12 : LA RÉPONSE LÉGISLATIVE AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION

Au cours du chapitre précédent, nous avons identifié une série de conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution des placements collectifs. Le conflit d'intérêts potentiel devient actuel lorsque le débiteur du devoir de fidélité viole ce même devoir. Mais comment savoir si tel est le cas ? Au cours des chapitres 9 et 10, nous avons analysé ce devoir et avons vu que le législateur a considéré que lorsque le comportement à la source du conflit n'est pas interdit, le devoir de fidélité impose de gérer ce dernier (par exemple en informant le client de son existence), (cf. p. III ss).

Le but de ce chapitre n'est pas de reprendre l'analyse de ces mêmes devoirs, lesquels ont une portée assez générale. Nous allons plutôt tenter de voir si les différents conflits d'intérêts pouvant survenir à cause du mode de rémunération prévu dans le processus de distribution sont causés par des comportements interdits par la loi – auquel cas le conflit est éradiqué à la base. Et dans le cas contraire, nous présenterons les différentes mesures prises par le législateur concernant “leur gestion” et la mise en pratique de celle-ci, afin d'en empêcher la violation¹.

I. Gestion des conflits d'intérêts du distributeur

A. Dans la législation suisse

De manière générale, cette analyse prendra en compte le droit des marchés financiers (les différentes lois étant applicables selon le statut juridique du distributeur), et en particulier la LPCC. Nous avons vu que le devoir de fidélité impose de gérer les conflits d'intérêts et qu'en cas d'impossibilité, c'est la règle “*disclose or abstain*” qui devrait prévaloir. Mais est-ce toujours le cas ?

¹ Nous retrouvons aussi cette problématique par exemple dans le droit des sociétés, où l'interdiction de conflits d'intérêts pour les membres du conseil d'administration ressort du devoir de fidélité à leur charge ; mais aucune disposition n'indique comment il faudrait concrètement les gérer, in JACCARD / BARUH (2008), p. 141.

1. Rétrocessions payées à partir de la commission de gestion
 - a) Distribution par appel au public

Comme nous l'avons évoqué précédemment, dans le cas de figure du distributeur qui fait appel au public, celui-ci sera soumis à la LPCC.

L'article 21 LPCC, disposition concernant le placement de la fortune, a une double incidence pour les titulaires d'une autorisation et leurs mandataires. D'une part, il les soumet à l'obligation d'investir le patrimoine du fonds en respectant la politique prévue dans le contrat, dans le règlement de placement ou dans le contrat de société; d'autre part, il leur interdit, lors de l'achat ou de la vente d'avoirs ou de droits, de percevoir des rétrocessions ou toute autre rétribution qui ne serait pas prévue dans les documents juridiques. La question est donc de savoir si cette disposition est applicable aux distributeurs. Pour notre part, nous ne le pensons pas. Certes, elle se réfère aux "titulaires d'une autorisation et à leurs mandataires" et effectivement, les distributeurs peuvent être et titulaire d'une autorisation et mandataires du promoteur (qui est lui-même titulaire d'une autorisation)². Par contre, l'intitulé "placement de la fortune" indique que cette disposition s'adresse à une activité étrangère à celle qu'exerce le distributeur³ ou, encore mieux, à une activité qu'il ne peut pas exercer. En conséquence, cette norme vise les promoteurs et les gestionnaires de placements collectifs, c'est-à-dire ceux qui s'occupent d'investir l'argent injecté dans le fonds par les investisseurs. Les activités mentionnées par les deux premiers alinéas leur sont donc propres (achat et vente des avoirs d'un fonds). En conséquence, cette disposition concerne uniquement les "titulaires d'une autorisation et leurs mandataires" pratiquant une telle activité. Ainsi, l'obligation de restituer les rétrocessions au fonds est valable pour les promoteurs et les gérants de placements collectifs; elle ne s'applique donc pas aux distributeurs.

De plus, la FINMA a considéré que les rétrocessions payées aux distributeurs à partir de la commission de gestion sont licites si le contrat ou le règlement prévoit qu'il est possible d'effectuer un tel versement⁴. Lors de la rédaction de la LPCC, le législateur a d'ailleurs suivi cette position⁵. Par contre, ce principe ne modifie en rien le fait que ces rétrocessions peuvent être une source de conflit d'intérêts et par conséquent, il convient d'étudier la manière dont celui-ci est géré.

Comme nous l'avons indiqué au chapitre 7, les distributeurs faisant appel au public sont soumis au devoir d'information, précisé par l'article 20 LPCC et

2 Art. 13 al. 2 LPCC; EMMENEGER (2007), p. 79; SCHMID, cm 38 ss.

3 EMMENEGER (2007), p. 79; SCHMID, cm 38 ss.

4 CFB, RG 2003, pp. 86-87.

5 Art. 21 al. 2 LPCC et art. 38 al. 6 OPCC.

concrétisé par l'article 34 OPCC. Celui-ci prévoit qu'ils doivent "indiquer tous les coûts liés à l'émission et au rachat de parts ainsi qu'à l'administration du placement collectif. Ils indiquent également l'utilisation de la commission de gestion...". A défaut d'une interdiction de percevoir des rétrocessions, la loi semble mettre à la charge des distributeurs un devoir d'information concernant l'utilisation de la commission de gestion. Cette interprétation n'est pas celle de la pratique, car dans les faits, une telle information n'est donnée ni dans le prospectus, ni par les distributeurs. Mis à part cette disposition, aucune autre indication, dans la loi ou l'autorégulation, ne concerne les informations à transmettre en particulier par le distributeur en matière de coûts. En effet, toutes les autres dispositions visent les informations inhérentes aux documents du fonds; elles sont donc du ressort du promoteur et non du distributeur. La seule information que le contrat ou le règlement et le prospectus se bornent à donner est que des rétrocessions peuvent être payées aux distributeurs de la commission gestion. Ceci ne permet pas de considérer que le conflit d'intérêts soit géré de façon satisfaisante, car l'investisseur n'a pas assez d'informations pour évaluer son impact.

Par rapport aux exigences organisationnelles, nous avons vu que s'il n'existe pas de prescriptions strictes en la matière, un principe général énonce toutefois la nécessité de garantir une activité irréprochable (cf. p. 112). A ce propos, la FINMA indique aussi que les intermédiaires financiers qu'elle a interrogés ont pris les mesures structurelles adéquates afin de ne pas léser leurs clients⁶. Nous ne mettons nullement en doute la bonne foi des acteurs du marché et leur volonté d'éviter tout conflit avec leurs clients. Toutefois, force est de constater que dans l'état actuel des choses, les investisseurs n'ont aucune possibilité d'identifier si ces mesures appropriées ont été prises ou non.

Comme nous avons pu le vérifier ci-dessus, la loi ne donne pas vraiment d'indication sur la manière dont est – et devrait être – "géré" le conflit d'intérêts survenant entre le distributeur et l'investisseur en raison de rétrocessions perçues par rapport à la *management fee*. Elle ne prévoit ni exigences organisationnelles ni obligation de transparence précise, lesquelles pourraient pourtant empêcher ou résoudre le conflit dans le sens du client.

Nous souhaitons également souligner l'article 24 al. 1 LPCC, qui prévoit que "[l]es titulaires [d'une autorisation] prennent les mesures nécessaires pour assurer une acquisition sérieuse et un conseil objectif des clients". A notre sens, cette disposition donne le ton en ce qui concerne la manière dont le conflit créé par les rétrocessions doit être géré: lors de l'achat du fonds, le client doit savoir à combien se montent effectivement ses frais et qui en bénéficie, afin d'être en mesure de juger de l'opportunité de l'investissement proposé. Les règles de conduite SFA

⁶ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 74.

concrétisent cette disposition en ce qui concerne les directions de fonds et les SICAV. Une des conditions dispose que les promoteurs doivent appliquer aux distributeurs un système de rémunération encourageant un conseil irréprochable⁷. Le fait de payer les distributeurs par des rétrocessions ne va naturellement pas dans cette direction.

Quant à la FINMA, elle considère que les rétrocessions de distribution n'ont pas vraiment d'effet sur le choix des produits car si cela était effectivement le cas, l'on serait en présence d'une violation du devoir de diligence affirmé par la loi (civile ou de la surveillance). De plus, les rétrocessions sont assez similaires par rapport aux mêmes types de fonds, de sorte que les distributeurs n'y trouvent pas réellement de motivation⁸. Nous émettons néanmoins quelques réserves par rapport à ce point de vue. Premièrement, pour que les investisseurs puissent réaliser qu'il y a eu une violation du devoir de diligence à cause du paiement de rétrocessions, il faudrait déjà qu'ils soient informés de leur existence et de leur ampleur. Alors que la présence d'un devoir de diligence implique une certaine manière d'agir, elle ne permet pas toutefois d'éviter l'émergence de conflits d'intérêts. Deuxièmement, s'il est vrai que l'ampleur des rétrocessions est similaire pour une même gamme de fonds, il nous semble que tout d'abord, le choix peut être porté sur un fonds provenant d'une autre gamme correspondant moins aux exigences des clients et ce, en vue d'obtenir de meilleures rétrocessions. Ensuite, si les rétrocessions sont assez similaires, les objections soulevées en défaveur de leur restitution – du fait que les grandes banques seraient favorisées parce que leurs taux de rétrocessions sont les plus élevés – se mettent à tomber⁹. Et finalement, le dévoilement de cette information ne devrait susciter aucune crainte (par exemple d'effets néfastes sur la concurrence).

b) Distribution sans appel au public

Lorsqu'un distributeur vend des parts d'un fonds suisse sans appel au public, il n'a pas besoin d'une autorisation et plus généralement, il n'est pas soumis à la LPCC (cf. p. 81)¹⁰. Malgré tout, lorsqu'il a conclu un contrat de distribution avec le promoteur qui, lui, est soumis à la LPCC (par exemple pour un contrat de placement privé), le distributeur devient son mandataire et doit satisfaire aux devoirs prévus par l'article 20, lequel prévoit qu'il s'adresse aux "... titulaires d'une autorisation et leurs mandataires...". En conséquence, les propos que nous avons tenus au sujet

⁷ Cm 88 Règles de conduite SFA.

⁸ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 74.

⁹ P. 199, note n° 49.

¹⁰ Art. 2 et 13 LPCC.

du distributeur faisant appel au public dans le paragraphe précédent, auquel nous renvoyons le lecteur, sont valables aussi dans ce contexte.

Par contre, lorsqu'un distributeur vend soit des parts d'un fonds étranger, soit des parts d'un fonds suisse, sans faire d'appel au public et sans être au bénéfice d'un contrat de distribution, il n'est pas soumis, même indirectement, aux règles de conduite de la LPCC. Ses devoirs dépendront alors des règles applicables à sa relation avec l'investisseur. De celle-ci découlera aussi le traitement réservé aux rétrocessions reçues dans le cadre du déploiement de son activité (cf. chapitre 13).

Quant à la situation du distributeur négociant en valeurs mobilières et gérant de fortune, elle mérite à ce stade une attention particulière.

c) Distributeur négociant en valeurs mobilières

Par rapport à cette activité, les conditions que nous avons indiquées dans les paragraphes précédents (faire ou non appel au public) demeurent valables. Par contre, la LBVM s'applique aussi lorsque le distributeur est un négociant en valeurs mobilières.

Tout comme la LPCC, la LBVM prévoit qu'il faut éviter les conflits d'intérêts et, en cas d'impossibilité, de les gérer. En revanche, elle ne clarifie pas davantage la problématique des rétrocessions, telle que nous l'avons analysée dans les paragraphes précédents. En effet, ni le devoir de loyauté (qui correspond au devoir de fidélité de la LPCC), ni les dispositions qu'elle prévoit concernant la transparence en matière de coûts, n'apportent une véritable explication quant à la manière de gérer d'éventuels conflits d'intérêts engendrés par les rétrocessions.

d) Distributeur gérant de fortune

Les conditions de l'article 6 OPCC et de la circulaire FINMA 08/8 considèrent que si le distributeur gérant de fortune ne fait pas d'appel, il n'est pas soumis à la LPCC. Par contre, il sera quand même soumis à l'article 398 CO (responsabilité pour bonne et fidèle exécution du mandat) et s'il est affilié à une organisation d'autorégulation, il sera assujéti aux règles de conduite de celle-ci (lesquelles, si elles ont été reconnues, reposent sur la circulaire FINMA 09/1). En ce qui concerne les effets du droit du mandat, nous renvoyons le lecteur au prochain chapitre. Pour ce qui est de la circulaire 09/1, elle soumet les gérants de fortune à des règles de transparence accrue s'agissant de la perception et du niveau des rétrocessions perçues de la part de tiers (dont les promoteurs). En effet, les clients doivent être informés des "paramètres de calcul" et des "fourchettes de valeurs" des prestations reçues de tiers pour chaque catégorie de produit. De même, dès lors qu'ils en font

la demande, ils doivent obtenir la reddition de compte sur l'importance de ces prestations, "dans la mesure où elles peuvent être réparties individuellement avec des efforts raisonnables"¹¹. Bien entendu, le fait de devoir dévoiler ces informations aux investisseurs résout le conflit d'intérêt potentiel qui pourrait survenir à cause de ce mode de rémunération.

2. Rétrocessions payées sur la commission d'entrée et sortie

Que ce soit dans la loi¹², le prospectus¹³ ou le prospectus simplifié¹⁴, il est prévu que le montant de ces commissions d'entrée et/ou de sortie soit indiqué aux investisseurs. D'ailleurs, au sujet de celles-ci, la FINMA considère qu'elles sont licites si elles sont dûment mentionnées dans le prospectus du fonds¹⁵, aucune autre information n'étant nécessaire.

Lorsque ces commissions sont rétrocédées intégralement aux distributeurs et que cette information est connue des investisseurs – car elle est donnée par ces mêmes distributeurs ou dans le prospectus –, le conflit d'intérêts est "résolu" par le simple fait que l'investisseur ait pris connaissance de ces rétrocessions et de leur ampleur, ce qui lui permet alors d'évaluer leur impact.

Par contre, lorsqu'il est impossible de savoir dans quelle mesure les commissions sont rétrocédées aux distributeurs – et même si elles sont fixes, facilement reconnaissables et surtout clairement désignées comme le prix à payer pour accéder au fonds¹⁶ –, l'investisseur n'a aucun moyen de mesurer l'impact des rétrocessions (étant donné qu'il n'en connaît pas la teneur) sur le choix du distributeur. Dès lors, la problématique est similaire à celle des rétrocessions sur la commission de gestion que nous avons analysée ci-dessus.

B. La réponse normative communautaire

La problématique des conflits d'intérêts a été traitée également par le droit communautaire. Par rapport aux placements collectifs, nous avons vu qu'il existe deux sources de droit les concernant : les directives OPCVM (qui s'appliquent aux OPCVM en tant que produit ainsi qu'aux sociétés de gestion, sauf pour leurs

¹¹ Cm 28 à 32 Circ.-FINMA 09/1.

¹² Art. 26 al. 3 lit. e LPCC et art. 38 al. 1 lit. a et al. 3 OPCC pour les fonds de placement, art. 44 LPCC et art. 58 OPCC pour les SICAV.

¹³ Ch. 1.8 Annexe I OPCC.

¹⁴ Ch. 3.2 Annexe II OPCC.

¹⁵ CFB, RG 2003, pp. 86-87.

¹⁶ THÉVENOZ (2007), pp. 346-347.

activités de gestion de portefeuille et de conseil en investissement) et la directive MiFID (qui s'applique aux prestataires de services financiers, dont les distributeurs de fonds, et aussi aux sociétés de gestion, mais seulement pour leurs activités de gestion de portefeuille et de conseil en investissement).

Si la directive OPCVM prévoit une obligation générale d'agir dans le but de "restreindre au minimum" les conflits d'intérêts, elle ne donne pas davantage d'indications à ce sujet (cf. p. 140).

La directive MiFID, quant à elle, contient toute une série de normes qui visent expressément le traitement des conflits d'intérêts. De manière générale, les entreprises d'investissement doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour déceler les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre elles-mêmes et leurs clients, ou encore entre deux clients¹⁷. En vue d'empêcher la survenance de ces conflits, la directive prévoit tout d'abord que ces sociétés doivent instaurer des règles organisationnelles ou administratives efficaces¹⁸. Elles doivent donc s'organiser (par exemple avec des *chinese walls*) de façon à neutraliser l'éventuel impact négatif qu'engendrerait tout conflit d'intérêts. Si cette disposition ne suffit pas à garantir "avec une certitude raisonnable" que les intérêts du client ne risquent pas d'être atteints, l'entreprise d'investissement se doit d'informer ce dernier, de manière claire et précise, quant à leur nature générale et/ou leur source¹⁹. L'obligation de transparence, telle qu'elle est prévue par la directive, dépend du jugement de l'entreprise. C'est à celle-ci de déterminer si les mesures organisationnelles qu'elle a mises en place sont suffisantes pour prévenir un tel préjudice. Si son appréciation est faite de bonne foi, alors il est considéré que le principe de transparence n'a pas été bafoué, même si, ultérieurement, il est prouvé que les intérêts des clients ont néanmoins subi un dommage²⁰. Il nous faut néanmoins mentionner ici le manque de clarté de la directive par rapport à la "nature générale et/ou [aux] sources" du conflit d'intérêts. Cette expression peut en effet être interprétée dans un sens différent, à savoir qu'il n'est pas obligatoire de donner des indications précises sur sa nature et son étendue²¹. Le point central reste toutefois la nécessité d'identifier, d'enregistrer et de gérer les conflits d'intérêts²². La directive d'exécution de MiFID²³ soumet les entreprises d'investissement à l'établissement – au moyen d'un support écrit – et à la mise en œuvre d'une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts, ce qui implique qu'elles doivent indiquer comment

17 Art. 18 al. 1 MiFID.

18 Art. 13 al. 3 et 18 al. 1 MiFID.

19 Art. 18 al. 2 MiFID.

20 ENRIQUES (2006), p. 51.

21 *Ibid.*

22 BUSBY (2008), p. 1.

23 Art. 22 dir. d'exécution de MiFID.

elles vont éviter de tels conflits par des mesures organisationnelles²⁴. Celle-ci doit tenir compte tant de la taille et de l'organisation de l'entreprise que de son activité. Cette politique de gestion des conflits d'intérêts se compose de deux éléments : une directive interne qui énumère les conflits potentiels, les personnes concernées et les moyens pour les éviter d'une part, et la correspondante information aux clients en ce qui concerne le contenu de cette directive d'autre part²⁵.

La directive d'exécution de MiFID indique cinq situations générales dans lesquelles des conflits d'intérêts peuvent porter atteinte aux intérêts des clients²⁶ : l'entreprise peut réaliser un gain financier ou éviter une perte financière aux dépens du client ; son intérêt dans le résultat d'un service fourni au client ou d'une transaction réalisée pour le compte de celui-ci diffère de l'intérêt du client pour ce résultat ; elle est incitée, pour des raisons financières par exemple, à privilégier les intérêts d'un autre client par rapport à ceux du client concerné ; elle exerce la même activité professionnelle que le client ; et enfin, elle reçoit ou recevra d'une personne autre que le client un avantage lié au service fourni au client, pouvant prendre la forme d'argent, de biens ou de services autres que la commission ou les frais normalement facturés pour ce service.

1. Rétrocessions payées à partir de la commission de gestion

Comme nous l'avons vu ci-dessus, le fait de recevoir des avantages notamment en argent (dont les rétrocessions font partie) rentre dans une des cinq situations dans lesquelles il est considéré que le conflit d'intérêts peut porter atteinte aux intérêts du client. Dans ce cas, la directive d'exécution prévoit des restrictions²⁷ à leur paiement, applicables aux clients de détail et professionnels. Celles-ci font partie intégrante du devoir de diligence prévu par MiFID. De ce fait, les entreprises peuvent verser ou recevoir d'un tiers une rémunération, une commission ou un avantage non patrimonial (*soft commission*) sous certaines conditions :

1. Ils sont versés au client ou payés par celui-ci.
2. Ils sont versés à un tiers ou payés par celui-ci, exclusivement lorsque le client a été dûment informé de leur montant ou mode de calcul et de leur nature. De plus, ce paiement doit améliorer la qualité du service fourni, tout en n'empêchant pas l'entreprise d'agir au mieux des intérêts du client. C'est l'entreprise d'investissement qui traite directement avec le client, auquel ces informations sont dues (*Informations at the point of sale*).

²⁴ CONTRATTO / ERIKSSON, p. 303.

²⁵ CONTRATTO / ERIKSSON, p. 303.

²⁶ Art. 21 dir. d'exécution de MiFID.

²⁷ Art. 26 dir. d'exécution de MiFID ; BUSBY (2008), p. 2.

3. Il s'agit de rémunérations qui permettent la prestation de services d'investissement ou qui lui sont nécessaires (c'est-à-dire droit de garde, commissions de change, etc.).

Bien entendu, le deuxième point vise directement les rétrocessions payées aux distributeurs. Il prévoit qu'elles sont admissibles à une double condition : tout d'abord, il faut que le client en ait été dûment informé ; ensuite, elles doivent améliorer la qualité du service, sans faire obstacle au devoir d'agir dans l'intérêt des clients, lequel incombe à l'entreprise. Pour la première condition, il est clair qu'une information générique liée au fait que des rétrocessions sont payées n'est pas suffisante, car elle ne permet pas à l'investisseur de prendre une décision en toute connaissance de cause²⁸. Il faut, bien entendu, que soit indiqué au moins leur montant ou mode de calcul. L'information doit être complète, exacte et compréhensible et doit être fournie avant que le service d'investissement concerné ne soit presté. Pour l'interprétation de la deuxième condition, MiFID ne donne pas d'indications plus précises, mais l'amélioration de la qualité du service doit être évaluée dans le contexte générale et non pas par rapport à une transaction déterminée concernant un client déterminé²⁹. CESR considère qu'il convient de prendre en ligne de compte le considérant 39 de la directive d'exécution MiFID. Celui-ci énonce qu' "aux fins des dispositions de la présente directive concernant les avantages, la perception, par une entreprise d'investissement, d'une commission en rapport avec des conseils en investissement ou des recommandations générales, dans les cas où la perception d'une commission n'a pas pour effet de biaiser ces conseils et recommandations, doit être considérée comme visant à améliorer la qualité des conseils en investissement fournis au client". En d'autres termes, les rétrocessions sont permises si le conseil ou la recommandation qui ont été donnés ne le sont pas du fait de la rétrocession³⁰. Même si le *wording* du régal 39 ne concerne que les cas où il y a eu effectivement conseil ou recommandation, CESR estime que cet élément n'exclut pas que l'article 26 de la directive d'exécution MiFID ne puisse pas s'appliquer à toutes les autres situations. Alors, il estime que dans ces autres hypothèses, la condition prévoyant l'amélioration de la qualité du service fourni est considérée comme remplie par le simple fait que la rétrocession incite le distributeur agissant en *execution only* à fournir à ses clients un service impliquant une plus vaste gamme de produits, qu'il ne proposerait pas si en contrepartie, il n'était pas payé par le promoteur³¹. Le fait que l'entreprise doit aussi agir dans le

28 CESR (mai 2007), pp. 10-11.

29 CONTRATTO / ERIKSSON, p. 304.

30 *Ibid.*, pp. 9-10.

31 *Ibid.*

meilleur intérêt du client doit être mis en relation avec l'amélioration de la qualité du service. En effet, cette deuxième condition peut être considérée comme une présomption pour la première. Mais ceci n'est pas suffisant. Pour analyser si l'entreprise a agi dans le meilleur intérêt du client, il faut regarder les circonstances du cas concret (par exemple si l'entreprise s'est engagée à vendre une certaine quantité du produit conseillé au client)³².

A notre avis, imposer la transparence à tous les distributeurs, qu'ils proposent ou non une prestation de conseil, est la meilleure façon de procéder. Par contre, nous ne pensons pas que pour parvenir à ce résultat, l'interprétation de la deuxième condition faite par CESR soit cohérente. En effet, cette interprétation prévoyait que le paiement améliore la qualité du service et qu'il ne fait pas obstacle au devoir d'agir dans l'intérêt du client; la condition est remplie, en cas de prestation de conseil, par l'existence même du conseil et, en cas d'*execution only*, par le fait que le distributeur est ainsi incité à proposer une plus grande gamme de produits. Nous ne sommes pas d'accord avec cette deuxième hypothèse car, à notre avis, le choix du distributeur de proposer ou non une vaste gamme de produits, s'il est bien sûr lié à sa rémunération, n'a en tout cas pas d'influence véritable sur la décision de l'investisseur. En effet, si ce dernier a opté pour un produit avant de consulter un distributeur, il se dirigera simplement vers celui qui propose le produit en question. Par contre, s'il se rend chez son distributeur afin de choisir un investissement, c'est en étant conscient que son choix se portera forcément sur un produit faisant partie de la gamme offerte par ce dernier, que celle-ci soit large ou non.

Pour cette raison, il aurait fallu, selon nous, en rester tout simplement à la première condition, c'est-à-dire imposer la transparence sur les rétrocessions, qu'il y ait ou non prestation de conseil. En effet, lorsque l'investisseur est clairement informé quant aux rétrocessions perçues par les distributeurs, cela lui laisse la possibilité de poursuivre son processus d'investissement en toute connaissance de cause, puisqu'il peut calculer l'impact qu'elles engendreront. Par contre, le fait que ces rétrocessions améliorent véritablement la qualité du service fourni ou encore qu'elles représentent une rémunération pure est, à nos yeux, un élément sans réelle importance.

Quoi qu'il en soit, cette règle résout le problème des conflits d'intérêts du distributeur de fonds (même si elle est applicable seulement lorsque le distributeur est soumis à MiFID).

32 CONTRATTO/ERIKSSON, p. 305.

2. Rétrocessions sur les commissions d'entrée et de sortie

Etant donné que les rétrocessions sur les commissions d'entrée et de sortie sont une composante de la rémunération des distributeurs, elles sont, à notre avis, appréhendées de la même manière que les rétrocessions sur la commission de gestion, par les dispositions évoquées dans le paragraphe précédent (auquel nous renvoyons le lecteur).

II. Gestion des conflits d'intérêts du promoteur

A. Dans la législation suisse

Dans cette analyse, nous allons prendre en compte seulement la LPCC, car les autres lois concernant le droit des marchés ne sont pas applicables dès lors que le promoteur ne peut pas porter plusieurs casquettes à la fois (par exemple être simultanément direction de fonds et négociant ou banque).

1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion

La loi ne prévoit aucune interdiction formelle pour le promoteur de procéder au paiement de rétrocessions aux distributeurs (cf. chapitre 12). Par contre, le contrat de fonds de placement³³ et le règlement³⁴ doivent prévoir explicitement que des rétrocessions peuvent être versées aux distributeurs sur base de la commission de gestion.

D'une manière plus générale, les promoteurs sont soumis au devoir d'information, prévu par l'article 20 LPCC et concrétisé par l'article 34 OPCC. Celui-ci stipule qu'ils doivent "indiquer tous les coûts liés à l'émission et au rachat de parts ainsi qu'à l'administration du placement collectif. Ils indiquent également l'utilisation de la commission de gestion...". De ce fait, la loi met à leur charge un devoir d'information concernant l'utilisation de cette commission. La LPCC dispose également que le contrat de fonds de placement³⁵ et le règlement³⁶ doivent préciser "la nature, le montant et le mode de calcul de toutes les rémunérations, [...] qui peuvent être débités de la fortune collective ou mis à la charge

³³ Art. 38 al. 6 OPCC.

³⁴ Art. 58 al. 1 OPCC.

³⁵ Art. 26 al. 3 lit. e LPCC.

³⁶ Art. 44 LPCC.

des investisseurs”. On pourrait interpréter cette norme comme une obligation d’informer les clients quant aux rétrocessions payées par les promoteurs aux distributeurs, étant donné qu’elles sont à considérer comme une rémunération. Par ailleurs, celles-ci devraient être détaillées dans le poste “Mode de calcul”³⁷. Cette norme est renforcée par deux dispositions de l’ordonnance, qui prévoient que le contrat de placement collectif doit indiquer “les rémunérations de la direction, de la banque dépositaire, et de tiers pour la distribution du fonds [...]”³⁸ et que la direction doit “... faire état, dans le prospectus, de l’utilisation escomptée de la commission de gestion”³⁹. Certes, l’ordonnance donne une liste des éléments qu’elle considère comme des rémunérations, dans laquelle elle mentionne la commission de gestion et non les différents postes qui la composent. Cependant, cette liste n’est pas exhaustive. Le problème qui se pose concerne le degré d’information à divulguer au sujet de ces rétrocessions⁴⁰. Il nous semble que compte tenu de la teneur des autres dispositions de la loi, il n’est pas abusif de dire que les rétrocessions sont aussi une forme de rémunération qui doit être indiquée séparément, même si celles-ci sont englobées dans la commission de gestion.

Cette approche n’est actuellement pas celle qui est adoptée par les contrats modèles de fonds approuvés par la FINMA, étant donné que les montants des rétrocessions payées aux distributeurs n’apparaissent généralement pas.

La FINMA (à l’époque encore CFB) avait décidé, dans un premier temps, qu’il était important que les investisseurs prennent conscience qu’une grande partie de la commission de gestion était utilisée pour la distribution et que, par conséquent, il fallait être plus transparent sur les coûts. A cette fin, elle considérait que pour les fonds ouverts au public, il était nécessaire d’indiquer, sur les prospectus, les commissions maximales de gestion, d’administration et de distribution⁴¹. D’un commun accord avec la SFA, cette volonté a été traduite dans la directive transparence. Celle-ci mentionnait, dans son premier libellé, la nécessité de préciser la hauteur des trois composantes de la *management fee*, dont celle de la distribution. Toutefois, cette partie a été mise de côté, toujours en accord avec la FINMA, en attendant les évolutions du droit communautaire, où MiFID était en plein chantier (à ce propos, cf. p. 204). Entre-temps, avec l’entrée en vigueur de cette dernière, il a été décidé qu’en Europe, la transparence serait du ressort du distributeur (*at the point of sale*). Par contre, en Suisse, ce point n’apparaît pas et dans l’état actuel des choses, les prospectus se bornent donc à indiquer que des rétrocessions peuvent être payées à partir de la commission de gestion et, comme nous l’avons

37 SCHMID, cm 16.

38 Art. 37 al. 1 lit. a OPCC (applicable par analogie aux SICAV, art. 58 al. 1 OPCC).

39 Art. 38 al. 5 OPCC (applicable par analogie aux SICAV, art. 58 al. 1 OPCC) et 1.12 annexe I OPCC.

40 SCHMID, cm 19 et 20.

41 CFB, RG 2004, p. 71.

vu ci-dessus, les distributeurs n'ont aucun devoir d'information à leur sujet. L'on peut dire que concernant le paiement des rétrocessions aux distributeurs par l'investisseur, la gestion d'un éventuel conflit d'intérêts survenu entre le promoteur et l'investisseur, basée sur la transparence, n'est pas vraiment effective.

En ce qui concerne des mesures organisationnelles, nous voyons mal lesquelles seraient efficaces pour inciter les promoteurs à négocier des taux de rétrocessions tenant compte de l'intérêt des investisseurs et pas seulement du leur.

Il est important de faire remarquer que ce conflit d'intérêts ne se dissiperait pas, quand bien même l'investisseur choisirait lui-même son fonds et que le distributeur agirait en *execution only*. En effet, le conflit d'intérêts entre le promoteur et l'investisseur ne se situe temporellement pas au moment du choix du fonds, mais dans la fixation par le promoteur des taux de rétrocessions qu'il consent à payer aux distributeurs.

2. Rétrocessions payées sur les commissions d'entrée et/ou de sortie

Si la loi est muette quant à ces rétrocessions, la FINMA, pour sa part, considère qu'elles sont licites si elles sont dûment indiquées dans le prospectus du fonds⁴². La LPCC, elle, prévoit que dans le contrat de fonds de placement⁴³ et dans le règlement⁴⁴, doivent être indiqués "la nature, le montant et le mode de calcul de toutes les rémunérations, les commissions d'émission et de rachat [...] qui peuvent être débités de la fortune collective ou mis à la charge des investisseurs". Cette règle est confirmée par l'OPCC, qui dispose que la rémunération des tiers pour la distribution doit être stipulée dans le contrat de fonds de placement⁴⁵ et dans le règlement⁴⁶. La même indication est prévue dans le prospectus⁴⁷ et le prospectus simplifié⁴⁸. Une nouvelle fois, toutes ces dispositions imposent une information sur la commission elle-même, mais pas sur la manière dont elle est utilisée. S'il est vrai que les commissions d'entrée et de sortie sont indiquées par des montants maximaux, qu'elles sont facilement reconnaissables et surtout clairement désignées comme le prix à payer pour accéder au fonds⁴⁹, il n'en va pas forcément de même pour les rétrocessions qui en découlent. Si, par contre, le prospectus mentionne dans quelle mesure les commissions d'entrée et de sortie

42 CFB, RG 2003, pp. 86-87.

43 Art. 26 al. 3 lit. e LPCC.

44 Art. 44 LPCC.

45 Art. 37 al. 1 lit. a OPCC et art. 38 al. 1 lit. a et al. 3 OPCC.

46 Art. 58 OPCC.

47 Ch. 1.8 Annexe I OPCC.

48 Ch. 3.2 Annexe II OPCC.

49 THÉVENOZ (2007), pp. 346-347.

sont rétrocédées aux distributeurs, les conflits d'intérêts qu'elles peuvent potentiellement créer seraient dissous grâce à la transparence (par exemple par l'indication du taux de rétrocession). En revanche, lorsque l'investisseur ne connaît pas l'ampleur de ces rétrocessions, l'on retombe dans une problématique semblable à celle que nous avons analysée dans la partie traitant des rétrocessions de la commission de gestion.

B. Dans la législation communautaire

A propos des placements collectifs et de leurs promoteurs (sociétés de gestion et sociétés d'investissement), nous avons vu qu'ils sont appréhendés par les directives OPCVM (qui s'appliquent aux OPCVM en tant que produit, ainsi qu'aux sociétés de gestion). Dans ce contexte, MiFID n'est pas applicable (sauf pour les activités de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement).

1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion

Selon les termes de la directive OPCVM, rien ne s'oppose à ce que le promoteur verse des rétrocessions aux distributeurs. Par contre, étant donné que nous sommes en présence d'un éventuel conflit d'intérêts et que la directive prévoit que les parties se doivent d'agir de façon à les "restreindre au minimum", il convient de vérifier si d'autres obligations leur incombent à ce niveau. L'article 43 de la directive OPCVM (qui correspond à l'art. 90 dir. OPCVM IV) statue que "le règlement du fonds doit indiquer les rémunérations et les dépenses que la société de gestion est habilitée à prélever sur le fonds ainsi que le mode de calcul de ces rémunérations". De plus, des indications concernant le mode, le montant et le calcul des rémunérations qui sont à la charge du fonds et qui bénéficient à la société de gestion, au dépositaire ou à des tiers doivent être données dans le prospectus⁵⁰. A notre connaissance, aucun de ces documents ne mentionne les modalités de répartition de la commission de gestion (qui est quant à elle divulguée) ni, par voie de conséquence, la teneur de l'impact que peuvent avoir les rétrocessions sur celle-ci (et aucun changement n'est prévu par les informations clés pour investisseurs : cf. p. 226). En réalité, la question de la commercialisation des OPCVM par les sociétés de gestion n'est pas réglée par le droit communautaire, mais laissée aux autorités nationales⁵¹, ce qui engendre des différences importantes.

⁵⁰ Art. 28 et art. 1.18 schéma A, annexe I dir. OPCVM (correspond à l'art. 69 et à l'art. 1.18 schéma A annexe I dir. OPCVM IV).

⁵¹ Art. 44 ss dir. OPCVM (correspond aux art. 91 et ss dir. OPCVM IV).

Toutefois, comme nous l'avons évoqué précédemment, MiFID prévoit une obligation de transparence sur les rétrocessions au *point of sale* (cf. p. 176). Celle-ci résout le problème des conflits d'intérêts à partir du moment où l'investisseur s'adresse à un prestataire soumis à cette directive, mais pas lorsque la commercialisation est effectuée par la société de gestion, dans un cadre autre que la gestion de portefeuille ou le conseil en investissement.

2. Rétrocessions sur la commission d'entrée et/ou de sortie

Nous avons vu ci-dessus que la directive OPCVM prévoit que le règlement du fonds et le prospectus doivent indiquer les rémunérations, leur mode de calcul ainsi que les dépenses que la société de gestion prélève sur le fonds. A l'instar du droit suisse, les documents relatifs aux fonds européens contiennent des informations concernant ces commissions. Cependant, il n'est fait mention ni de leur utilisation, ni de leur rétrocession aux distributeurs.

III. Conclusion intermédiaire

Dans le domaine de la distribution des placements collectifs, les conflits d'intérêts sont monnaie courante. Nous avons mis en évidence que les modes de rémunération des distributeurs en constituaient l'une des causes. En effet, comme nous l'avons vu, leur rémunération a souvent la forme de rétrocessions, au sens large du terme : rétrocessions sur la commission de gestion, sur les commissions d'entrée ou de sortie. La réponse du législateur n'est clairement pas suffisante pour résoudre le problème.

J.-B. Zufferey⁵² analyse bien la situation. Pour la gestion des conflits d'intérêts, le législateur suisse a prévu des principes généraux qui sont énoncés par les devoirs de fidélité, de diligence et d'information (qui sont, d'une manière générale, les principes fondamentaux sur lesquels se basent les législations financières modernes). Par contre, ces principes généraux n'offrent pas de réelle protection contre d'éventuels conflits liés à la rémunération, et ce pour trois raisons. Premièrement, les intermédiaires financiers, face à de tels principes, vont porter leur attention principalement sur leurs devoirs "techniques". Deuxièmement, leur caractère trop générique n'apporte pas une solution spécifique dans des cas de conflits d'intérêts liés à la rémunération. Les cas pratiques sont tous différents et

52 ZUFFEREY (1999), pp. 233-235.

chacun pourrait être considéré comme illégal ou non, selon l'interprétation donnée. Troisièmement, des principes aussi généraux permettent d'éviter le débat sur des points très controversés. En contournant une règle spécifique sur le sort des rétrocessions, le législateur ne doit pas trancher entre l'intérêt de l'intermédiaire et celui de l'investisseur.

Etant donné que ces devoirs généraux ne suffisent pas, il faut une concrétisation par le législateur ou le régulateur, ce que ni l'un ni l'autre n'ont prévu, en tout cas concernant la problématique de la rémunération. En conséquence, nous savons que cette dernière génère des conflits que les distributeurs et autres intervenants doivent gérer. Toutefois, nous ignorons s'ils traitent le problème et dans l'affirmative, de quelle manière ils le traitent. La seule certitude que nous ayons, c'est que dans le domaine de la distribution des fonds, il existe bel et bien des conflits liés à la rémunération. Et dans l'état actuel des choses, nous avons pu observer que l'adage *disclose or abstain* n'est pas respecté. Dès lors, ce qu'il faudrait instaurer – et qui intéresse par ailleurs tous les investisseurs –, c'est un système permettant de savoir comment les différents intermédiaires ont géré, dans un cas concret, le conflit auquel ils étaient confrontés et si effectivement, ils ont respecté leurs obligations à leur égard.

Dans le cadre de MiFID, l'Union européenne a quand même prévu l'obligation de mettre en place une politique de gestion des conflits d'intérêts en ce qui concerne les intermédiaires financiers (afin de pouvoir les identifier) ainsi qu'un certain nombre de situations considérées comme conflictuelles (dont le paiement des rétrocessions) et pour lesquelles le principe de transparence est requis. Pour autant, ce type d'agissement est-il plus efficace dans la lutte contre ce phénomène ? En ce qui concerne l'établissement d'une politique de gestion des conflits d'intérêts, une information de ce genre permet à l'investisseur d'analyser, du moins *a priori*, la stratégie élaborée par les intermédiaires. Mais en même temps, nous pensons que celui-ci aura du mal à en évaluer l'impact réel par rapport à sa situation personnelle. Par contre, l'obligation de transparence concernant les rétrocessions payées aux distributeurs s'avère une excellente solution. En effet, elle laisse tout loisir aux investisseurs d'appréhender l'impact de cette rémunération sur leurs propres investissements ; peut-être leur donne-t-elle aussi de meilleures cartes pour négocier, par exemple, des honoraires supplémentaires.

CHAPITRE 13 : LA RÉPONSE DU DROIT PRIVÉ AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION

Après avoir constaté que dans le secteur de la distribution de fonds, le mode de rémunération sous forme de rétrocessions pouvait engendrer des conflits d'intérêts, nous avons cherché à savoir comment le droit des marchés financiers appréhendait leur gestion, eu égard à leur caractère inévitable. En ce qui concerne en particulier le droit suisse, la démarche n'a pas été très profitable, car nous avons pu noter que ce sont les promoteurs et les distributeurs qui tiennent le couteau par le manche. En droit communautaire, par contre, la législation régissant le principe de transparence pour ce qui est des rétrocessions est beaucoup plus agressive.

Partant de ces constatations, nous voulons maintenant élargir notre champ de vision et examiner quel pourrait être le sort des rétrocessions avec des moyens tirés du droit privé, que nous soyons ou non en présence d'un contrat. Il s'agit à présent d'analyser plus particulièrement la situation juridique du distributeur qui reçoit les rétrocessions et ce, d'un point de vue du droit privé. Peut-il percevoir des rétrocessions ? Et dans l'affirmative, à quelles conditions ? L'investisseur a-t-il des moyens d'action ?

Nous nous limiterons à l'étude du droit suisse, pour la simple raison qu'il n'existe pas – encore – un droit privé au niveau de l'Union européenne.

I. Rétrocessions au distributeur mandataire de l'investisseur

Comme nous l'avons vu dans le chapitre 8, le distributeur et l'investisseur peuvent être liés par un contrat de mandat. Dans cette hypothèse, les règles le concernant sont applicables.

Dans le cas d'un distributeur qui vend soit des parts d'un fonds étranger, soit des parts d'un fonds suisse sans appel au public et sans être au bénéfice d'un contrat de distribution, l'étendue de la relation entre le distributeur et l'investisseur prend encore plus d'ampleur. En effet, étant donné que la LPCC n'est pas applicable, c'est seulement lorsque cette relation peut être qualifiée de mandat que le distributeur sera soumis à une obligation de fidélité et de diligence (art. 398 CO), elle-même associée à un devoir de reddition de compte et de restitution (art. 400 CO).

A. Rétrocessions dans la gestion de fortune : jurisprudence fédérale

C'est dans ce domaine que le cas des rétrocessions a été le plus souvent évoqué, que les gérants de fortune soient ou non indépendants. En effet, c'est une très importante source de revenus pour la branche¹.

Dans un arrêt de mars 2006² qui a fait couler beaucoup d'encre³, le Tribunal fédéral s'est penché sur le sort des rétrocessions payées par une banque à un gérant de fortune indépendant.

Le cas concerne un gérant de fortune indépendant (défendeur) qui touchait des rétrocessions et des *finder's fees*⁴ de la part de plusieurs banques pour l'administration du patrimoine d'une fondation. Cette dernière (demanderesse) a demandé la reddition des comptes et la restitution desdits paiements sur la base du contrat de mandat qui la liait au gérant de fortune. Les deux instances cantonales l'ont déboutée, en considérant qu'elle avait tacitement accepté ces rétrocessions. En outre, ces paiements seraient habituels dans la branche et de ce fait, leur restitution au mandant irait à l'encontre de la pratique commerciale. Le Tribunal fédéral a admis le recours de la fondation et cassé les décisions des instances inférieures.

De manière générale, il a rappelé que le contrat de gestion de fortune est qualifié de mandat auquel s'appliquent les articles 394 ss CO. Le régime applicable aux rétrocessions est analysé en particulier au regard de l'article 400 al. 1 CO, lequel prévoit une obligation de rendre compte et de restituer tout ce que le mandataire a reçu dans le cadre du mandat. Le Tribunal fédéral a estimé que le devoir de restitution ne concernait pas seulement les biens confiés au mandataire afin d'accomplir son mandat (*direkte Vorteile*) mais aussi "tout ce qu'il peut avoir acquis ou reçu lors de la conclusion ou de l'exécution du contrat"⁵. Ceci inclut aussi tous les avantages indirects (*indirekte Vorteile*) qui ont été donnés au mandataire par un tiers et dont font typiquement partie les commissions, les rabais et les pots-de-vin. Le fait que le mandataire les reçoive en fonction de la seule volonté du tiers n'est

1 EMMENEGER (2007), pp. 68-69.

2 ATF 132 III 460.

3 WEBER/ISELI (2008), N 340-360; GUTZWILLER (2008), p. 196 ss; MÜLLER/MADER (2008), p. 157 ss; ROTH (2007), p. 77 ss; HSU/STUPP (2006); KUHN (2006); NÄNNI/VON DER CRONE (2006); LOMBARDINI/MACALUSO (2008); GEISSBÜHLER/STULZ (2007); ABEGGLEN, Retrozession (2007); NOBEL/STIRNIMANN (2007); CAMP/BÜHRER (2006); ROTH (2007). D'une manière plus générale, sur le devoir de restitution du mandataire, BORER BENZ (2006); EMMENEGER/SCHMID (2008).

4 Commissions payées une fois pour le simple fait d'avoir apporté un nouveau client: BRETTON-CHEVALLIER (2002), p. 166.

5 CR CO I-WERRO, 400 CO, N 12.

pas relevant⁶. Mis à part les honoraires établis entre le mandant et le mandataire, ce dernier ne doit rien perdre ni gagner avec le mandat (*Fremdnützigkeitsprinzip*). Il peut garder seulement ce qui n'a pas un rapport de connexité (*inneren Zusammenhang*) avec celui-ci⁷. Notre Haute Cour, avec laquelle l'on ne peut qu'être d'accord, a considéré que les rétrocessions sont payées au gestionnaire par la banque parce que celui-ci accomplit certaines opérations en lien avec le mandat qu'il a conclu avec son client. En conclusion, elles devaient être restituées à l'investisseur, conformément à l'article 400 al. 1 CO.

Après avoir établi ce principe, le Tribunal fédéral s'est penché sur l'analyse de la validité d'une renonciation préalable au droit à la restitution. Pendant longtemps, la doctrine⁸ a considéré que l'article 400 al. 1 était de droit impératif et que les parties ne pouvaient pas l'écarter. Aujourd'hui, la doctrine majoritaire⁹ n'est plus de cet avis. Le Tribunal fédéral, de son côté, a constaté que l'article 400 al. 1 ne prévoit pas d'interdiction de renoncer à la restitution. Dès lors, aucune raison ne permet d'aller à l'encontre du fait que l'obligation de restituer est bel et bien de droit dispositif. Pour une analyse complète de la problématique de la renonciation au droit à la restitution, nous renvoyons le lecteur à la p. 202.

A l'époque de cette jurisprudence, la circulaire FINMA 09/1 concernant les règles-cadres relatives à la gestion de fortune (cf. p. 35) qui considèrent qu'une information accrue est à apporter aux investisseurs au sujet des rétrocessions¹⁰, n'était pas encore en vigueur. Dans ce domaine, il faut désormais tenir compte de cette circulaire.

L'arrêt du Tribunal fédéral a affolé tout le monde¹¹, moins pour les devoirs de reddition de compte et de restitution – qui étaient connus par tout un chacun comme faisant clairement partie du contrat de mandat¹² –, que pour la manière de procéder à la renonciation de remise des rétrocessions de la part du client. En outre, une éventuelle extension de ladite jurisprudence à d'autres domaines de la finance, dans lesquels des rétrocessions sont communément utilisées, a également été discutée.

6 CR CO I-WERRO, 400 CO, N 13.

7 BaKo-WEBER, CO 400, N 12; BK 400 CO-FELLMANN, 400 CO, N 115-117-127.

8 BK-GAUTSCHI, 400 CO, N. 38.

9 BK-FELLMANN, 400 CO, N 154; CR CO I-WERRO, 400 CO, N 20; BaKo-WEBER, CO 400, N 21.

10 Cf. p. 134.

11 P. 186, note n° 3.

12 DE CAPITANI (1998).

B. *Contrat de mandat et rétrocessions dans la distribution de fonds*

La jurisprudence fédérale concernant la gestion de fortune (analysée ci-dessus) a-t-elle un impact sur le distributeur de fonds ? Un investisseur peut-il agir sur la base de l'article 400 CO pour obliger le distributeur à lui payer les rétrocessions qu'il a reçues ?

La FINMA (à l'époque encore CFB) a d'ailleurs procédé à un examen plus général des conséquences que cet arrêt lié à la gestion de fortune pourrait impliquer pour le secteur financier qui est sous sa surveillance. Elle en a conclu que "[...] la problématique des rétrocessions et des indemnités de distribution est importante sous l'angle de la surveillance, en raison surtout des conflits d'intérêts qui peuvent en résulter selon les circonstances. La Commission des banques n'a toutefois pas estimé qu'il existait le besoin immédiat d'une réglementation. Eu égard aux démarches existantes pour une plus grande transparence vis-à-vis de la clientèle en ce qui concerne les coûts de gestion, elle a cependant décidé d'approfondir encore la question et de mener des entretiens avec divers participants au marché"¹³.

Si l'investisseur et le distributeur sont liés par un contrat de mandat, les articles 394 ss du CO sont bien entendu applicables et, en conséquence, l'article 400 al. 1 CO l'est aussi (première condition prévue par la jurisprudence fédérale analysée). Ceci se vérifie indépendamment du statut de distributeur avec ou sans appel au public.

1. Analyse de l'application de 400 al. 1 CO à la distribution de fonds

Pour établir si l'article 400 al. 1 est applicable, il convient de vérifier si ses conditions sont remplies. Tout d'abord, une analyse de la nature des rétrocessions est nécessaire afin d'établir si elles constituent ou non des honoraires payés par l'investisseur. Dans la négative, il faut vérifier l'existence d'un lien étroit entre leur perception et l'exécution du mandat. Si c'est le cas, cela signifierait que le distributeur mandataire peut faire l'objet d'une action en restitution, dès lors qu'il n'a pas dûment informé son client et que ce dernier n'a pas valablement renoncé aux rétrocessions.

a) Nature des rétrocessions

Nous avons vu plus haut que les rétrocessions sont payées par les promoteurs aux distributeurs (cf. § B). Cependant, il convient, dans un premier temps, d'établir si

¹³ CFB, RG 2006, p. 39.

elles représentent des honoraires liés à la prestation accomplie par le distributeur vis-à-vis de l'investisseur. En effet, l'article 400 al. 1 prévoit que le mandataire, lors de l'exécution du mandat, ne doit rien perdre ni gagner¹⁴, à l'exception, naturellement, de la rémunération convenue ou usuelle (honoraires)¹⁵.

Si l'on considère les rétrocessions comme des honoraires payés par l'investisseur pour les services rendus par le distributeur et, dès lors que le distributeur et l'investisseur ont conclu un contrat de gestion de fortune, la solution est assez simple. En effet, dans ce cas, les rétrocessions ne peuvent être assimilées à des honoraires relatifs à l'activité de gestion des biens de l'investisseur par le distributeur, car la plupart du temps, les parties ont déjà prévu ce mode de rémunération. Il s'agirait donc, en quelque sorte, d'honoraires additionnels ou supplémentaires¹⁶. Par ailleurs, l'ATF 132 III 460, en matière de gestion de fortune, précise qu'étant donné que la perception des rétrocessions dépend du type et de la fréquence des transactions, elles ne peuvent pas être considérées comme des honoraires, même si, dans les faits, elles augmentent le revenu des gérants: "... Hormis le fait que cette rémunération dépend de la nature et de la fréquence des transactions initiées, une convention sur la conservation des rétrocessions et d'autres prestations analogues n'est pas assimilable à un accord sur la rémunération du mandataire, même si in fine la rémunération du gérant s'en trouvait accrue..."¹⁷.

La question de savoir si les rétrocessions peuvent être considérées comme la rémunération convenue ou usuelle du distributeur et ainsi échapper à l'application de l'article 400 al. 1 CO est plus compliquée lorsque ce dernier vend des parts de fonds à l'investisseur dans le cadre de la relation qu'ils ont nouée entre eux (qui est qualifiée de mandat), mais qu'aucune rémunération directe n'est prévue. Pour P. Jacquemoud, dans un tel cas, étant donné que l'activité d'intermédiation et de gestion des parts de fonds n'est pas rémunérée par le client, et qu'il est normal que le distributeur soit payé, les rétrocessions sont à considérer comme les honoraires de cette prestation; elles échapperaient en conséquence à l'application de l'article 400 al. 1 CO¹⁸. Dans l'ATF 124 III 481, en matière de rétrocessions payées au courtier en assurance par l'assureur, notre Haute Cour a estimé qu'il est normal que le courtier soit payé pour le travail qu'il accomplit pour l'assuré; donc, le fait qu'il soit rémunéré par l'assureur n'est pas relevant.

Lorsque le distributeur et l'investisseur ont conclu un contrat de mandat mais qui n'est pas un mandat de gestion de fortune, il peut s'agir d'un contrat de commission (par exemple lorsque l'intermédiaire est un négociant), d'un contrat de

14 P. 187, note n° 7.

15 P. 57, note n° 26.

16 JACQUEMOUD (2008), p. 395.

17 C. 4.3, ATF 132 III 460 in SJ 2006 413.

18 JACQUEMOUD (2008), p. 396; LUCHSINGER GÄHWILER (2004), p. 45.

dépôt (lorsque l'intermédiaire est une banque) ou encore d'un mandat de conseil en placement. Par contre, tous ces contrats prévoient généralement une rémunération pour l'activité déployée par l'intermédiaire. Dans la commission, le négociant est payé pour l'exécution de la transaction. Dans le contrat de dépôt, la banque a l'obligation d'exécuter les services liés à l'administration des titres (éléments caractérisant le mandat) et pour ce faire, elle est rémunérée. Le cas le plus compliqué se rapporte au contrat de conseil en placement. En effet, si pour la clientèle fortunée, il est d'usage de prévoir une rémunération pour les conseils dispensés, pour les petits et moyens clients, il en va tout autrement¹⁹. En effet, les tentatives des banques de facturer ces prestations aux clients, proportionnellement aux coûts engendrés, n'ont pas réussi à s'imposer sur le marché. Par contre, même si le conseil est fourni sans être directement rémunéré, cela ne signifie pas qu'il soit gratuit²⁰. Assurément, si les banques agissent de la sorte, 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 (étant donné que généralement, les clients les chargent de l'exécution des transactions conseillées, même s'ils n'ont aucune obligation dans ce sens)²¹. Vu que la formule du mandat de gestion de fortune ne vise pas les petits et moyens clients, c'est la prestation de conseil en placement qui est la plus répandue pour ce type de clientèle.

Nous pouvons en déduire que si les rétrocessions destinées aux gérants de fortune sont considérées comme une rémunération accessoire en sus des honoraires convenus et que de ce fait, elles sont soumises à l'article 400 al. 1 CO, le même raisonnement peut s'appliquer à tout autre type de mandat pour lequel une rémunération est prévue. Rémunération qui englobe l'activité que l'intermédiaire doit déployer afin de procéder à l'investissement dans les fonds, même s'il ne s'agit pas véritablement d'honoraires.

En supposant que dans la pratique, ces contrats ne soient pas rémunérés moyennant des honoraires prédéterminés, ceux-ci peuvent l'être tacitement. Selon la doctrine majoritaire, le montant de la rémunération correspond au travail fourni par le mandataire. Mais si celui-ci est indéterminable, ce sont les critères permettant de l'établir qui sont décidés à l'avance. Mais la théorie peut être supplantée par l'usage – par exemple en ce qui concerne les tarifs professionnels – ou par la volonté hypothétique des parties²². Le fait que les rétrocessions soient communément utilisées dans la pratique ne les transforme pas en usage, au sens juridique du terme. D'ailleurs, le Tribunal fédéral, encore dans l'ATF 132 II 460, nie que les rétrocessions puissent être considérées comme des usages dans la gestion

¹⁹ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 31.

²⁰ *Ibid.*

²¹ *Ibid.*

²² CR CO I-WERRO, 394 CO, N 2 et 38-40, N 43 ss; BK 394 CO-FELLMANN, 394 CO, N 368 ss.

de fortune, à cause du fait que leur importance n'est pas contrôlable par l'investisseur : "Le fait que les rétrocessions soient généralement conservées par le gérant ne permet pas encore de tirer de conclusions quant au caractère usuel, au sens de l'article 394 al. 3 CO, d'une telle rémunération, ni dans son principe, ni dans sa quotité."²³ Nous considérons que le même principe est applicable par analogie dans le domaine de la distribution de fonds²⁴.

Dans l'hypothèse où la banque ou l'intermédiaire financier sont liés à l'investisseur par un mandat ne prévoyant aucune rémunération directe par le client du fait qu'ils ne s'octroient leur paiement que par le biais des rétrocessions, celles-ci constituent-elles des honoraires ? Si nous suivons l'ATF 132 II 460, étant donné que ces derniers n'ont pas été prédéterminés et qu'ils ne représentent pas non plus un usage, la réponse est clairement négative. Par contre, au regard de l'ATF 124 III 481, il faudrait répondre affirmativement. D'un côté, il nous semble difficile de faire entrer les rétrocessions dans la définition des "honoraires", telle qu'elle est utilisée dans le cadre du mandat (voir ci-dessus) ; et de l'autre, pour la doctrine majoritaire, les rétrocessions sont plutôt considérées comme la rémunération payée par les promoteurs à des distributeurs à qui ils délèguent l'exécution de certaines prestations (*outsourcing*)²⁵. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'une partie de la doctrine les exclut de l'application de l'article 400 al. 1 CO. Nous sommes d'accord sur le fait qu'il s'agit d'une rémunération payée par le promoteur, et ce pour deux raisons : d'une part, elle n'est ni déterminée ni déterminable par l'investisseur ; et d'autre part, dans la majorité des cas, les investisseurs paient déjà la prestation réalisée par l'intermédiaire auquel ils ont fait appel. Toutefois, nous ne pensons pas que les rétrocessions, dès lors qu'elles constituent la rémunération versée par le promoteur au distributeur, puissent être exclues du champ d'application de l'article 400 al. 1 CO. En effet, cette norme vise aussi les rémunérations payées par des tiers et pour celles-ci, aucun accord n'a été conclu entre le mandant et le mandataire. Ce qui est relevant, c'est la présence d'un mandat entre le distributeur et l'investisseur ainsi que d'un lien étroit entre la perception des rétrocessions et l'exécution de ce même mandat. A cette condition, les rétrocessions entrent bien dans le champ d'application de l'article 400 al. 1 CO.

Pour toutes ces raisons, nous considérons que les rétrocessions ne peuvent être assimilées à des honoraires payés au distributeur pour le service rendu à l'investisseur. Par conséquent, une fois prouvé le lien étroit avec le mandat, les rétrocessions entrent dans le champ d'application de l'article 400 al. 1 CO.

23 C. 4.3, ATF 132 III 460 in SJ 2006 413.

24 Hsu constate qu'en matière d'assurance, le TF a défini les rétrocessions comme des usages ; par contre, il laisse la problématique ouverte en matière de fonds, Hsu / STUPP (2006), p. 205.

25 NOBEL / STIRNIMANN (2007) ; ABEGLLEN, *Retzession* (2007) ; Circ. SFA 22/06 du 05.12.2006 ; SFA, News 04/6, p. 25.

b) Lien étroit

Exclure le fait que les rétrocessions puissent être considérées comme des honoraires payés au distributeur en échange de services rendus à l'investisseur nous amène à nous pencher sur la problématique du lien étroit, afin de voir si elles peuvent faire l'objet d'une reddition de compte et d'une restitution, selon les termes de l'article 400 al. 1 CO.

Comme nous l'avons vu plus haut (§ IV.A), le devoir de reddition de compte et de restitution se repose sur le fait que premièrement, c'est le patrimoine du mandant qui est impliqué et que deuxièmement, le mandataire a un devoir de fidélité en vertu duquel il doit privilégier les intérêts du mandant. Etant donné que le mandant doit supporter toute perte non imputable au mandataire, tous les avantages doivent aussi lui revenir²⁶. De son côté, le mandataire, lors de l'exécution du mandat, ne doit rien perdre ni gagner, à l'exception bien entendu de la rémunération convenue ou usuelle²⁷. De ce fait, le mandataire doit restituer tout ce qu'il reçoit de la part du mandant ou de tiers²⁸.

Afin d'établir l'étendue du devoir de restitution, l'élément déterminant concerne le fait que le mandataire a reçu les valeurs patrimoniales ou les autres avantages suite à l'exécution du mandat. C'est ici qu'intervient la notion de lien étroit, qui doit exister entre ces paiements et l'exécution du mandat. Par contre, les avantages perçus par le mandataire seulement à l'occasion de l'exécution du mandat ne sont pas soumis au devoir de reddition de compte et de restitution (par exemple pour des présents d'usage)²⁹. Le lien étroit doit ainsi être admis lorsqu'il y a un risque pour le mandataire de perdre de vue les intérêts du mandant à cause de ce qu'il reçoit (c'est-à-dire en cas de conflits d'intérêts). C'est pour cette raison que l'on peut considérer que l'obligation de restitution basée sur l'article 400 al. 1^{er} CO concrétise le devoir de fidélité prévu par l'article 398 al. 2 CO et que le Tribunal fédéral et la doctrine admettent l'existence d'un lien étroit pour les pots-de-vin, rabais et commissions et que le mandataire est obligé de restituer au mandant (au *pro rata* pour chaque client)³⁰. Nänni et von der Crone³¹ considèrent qu'au sujet de ces pots-de-vin, rabais et commissions – lesquels sont toujours des sources de conflits d'intérêts potentiels –, un élément décisif est que leur paiement implique le risque que les intérêts du client ne soient plus suffisamment pris en

26 BK-FELLMANN, 400 CO, N 114.

27 P. 187, note n° 7.

28 BK-FELLMANN, 400 CO, N 115-116; CR CO I-WERRO, 400 CO, N 13.

29 BK-FELLMANN, 400 CO, N 127-128; ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), p. 125.

30 MÜLLER/MADER (2008), p. 164; EMMENEGER/SCHMID (2008), p. 219; BK-FELLMANN, 400 CO, N 127-128.

31 NÄNNI/VON DER CRONE (2006), p. 379.

compte. Même si le Tribunal fédéral n'a pas explicité ce danger en matière de rétrocessions, il l'a néanmoins implicitement soulevé en faisant remarquer que les rétrocessions sont payées suite à certains agissements du gérant. Les rétrocessions cachent toujours des conflits d'intérêts, car elles exercent un pouvoir sur les décisions que les mandataires prennent dans l'intérêt de leurs clients.

(1) *Positions de la doctrine*

Pour une partie de la doctrine, les rétrocessions de distribution ne sont pas en lien étroit avec l'exécution du mandat, mais elles sont perçues à l'occasion de son exécution³².

P. Nobel³³ a analysé le problème des rétrocessions lorsque ce sont les banques qui exercent la fonction de distributeur. Premièrement, pour l'auteur, ce n'est pas un rabais dont le mandant doit profiter, mais du prix à payer par les promoteurs pour pouvoir bénéficier du réseau de distribution. En effet, les promoteurs renoncent à distribuer eux-mêmes leurs fonds (tâche d'ailleurs très coûteuse) en faveur des banques ou d'autres distributeurs. Si le montant de base du calcul des rétrocessions résulte directement du montant des actifs apportés, le taux, lui, est subordonné à la taille du distributeur et à l'attractivité de son réseau. La création de richesse obtenue grâce à la mise en place de son réseau de clients dépend donc des capacités de la direction de l'établissement bancaire. Cette richesse se construit indépendamment des relations avec chaque client et pour cette raison, elle revient à la banque et non aux clients³⁴. Car plus un distributeur comptera de clients, plus il sera efficace et apte à retirer des avantages. D'ailleurs, personne n'a jamais pensé que ces profits, obtenus par la compétence du distributeur en tant que gestionnaire d'entreprise, devraient être rétrocédés aux clients sur la base du mandat qui les engage l'un envers l'autre. Les rétrocessions relatives à la distribution de fonds, comme tout gain fondé sur le volume, sont étroitement liées à la gestion de l'entreprise, et non aux relations tissées avec les clients.

Deuxièmement, l'auteur fait observer que tous les investisseurs d'un même fonds ou compartiment paient le même prix, quel que soit le distributeur à l'origine de la vente, celui-ci se fondant sur la VNI. Par contre, les divers distributeurs

32 NOBEL / STIRNIMANN (2007) ; ABEGLLEN, *Retrozession* (2007) ; LOMBARDINI / MACALUSO (2008) ; ROBERTO (2009) ; JAEGER / HAUTLE (2008), p. 440. En particulier, ces derniers considèrent que la jurisprudence fédérale ne concerne que les rétrocessions proprement dites et non les commissions de gestion d'état (cf. p. 59). Ces auteurs considèrent, pour ce qui est des commissions de gestion d'état, qu'il manque le lien étroit entre leur perception par le distributeur et le contrat de mandat que celui-ci a conclu avec l'investisseur.

33 NOBEL / STIRNIMANN (2007), p. 348.

34 Dans le même ordre d'idée : JAEGER / HAUTLE (2008), p. 441.

reçoivent des rétrocessions différentes. Cela semble signifier qu'en remboursant les rétrocessions aux clients, les distributeurs favoriseraient indirectement les clients les plus performants – typiquement les grandes banques. De plus, certains investisseurs ne recevraient pas de rétrocession en retour (par exemple ceux qui ont directement acheté auprès du fonds), tout en continuant néanmoins à supporter leur part de commission de gestion, laquelle irait dans les poches des investisseurs dont les distributeurs auxquels ils ont fait appel reçoivent des rétrocessions (ce qui irait à l'encontre du principe d'égalité de traitement).

Troisièmement, concernant le fait que le mandataire ne doit rien gagner ni perdre – si ce n'est la rémunération convenue –, la perception de rétrocessions par le distributeur ne pose pas de problème. En effet, le but est d'indemniser des prestations indépendantes du mandat qui le lie au client. Cette rémunération couvre les prestations réalisées en faveur du promoteur qui ne sont pas déjà incluses dans les frais supportés par l'investisseur.

Quatrièmement, quant à la problématique des conflits d'intérêts et au fait que c'est leur présence qui établit le lien étroit avec le mandat, l'auteur considère qu'elle doit être analysée indépendamment de celle qui est liée à l'application de l'article 400 al. 1 CO. En effet, lorsque l'absence de lien étroit entre le paiement et l'exécution du mandat est démontrée, alors la problématique d'un potentiel conflit d'intérêts n'entre pas dans le champ d'application de cette règle.

S. Abegglen³⁵ estime pour sa part que d'une manière générale, la distribution des fonds est déléguée par les promoteurs aux distributeurs. De ce fait, ces derniers reprennent des missions qui devraient être du ressort des premiers et pour lesquelles ils se font rémunérer. Par contre, dans certains cas, des rétrocessions sont payées sans que le distributeur n'ait accompli la moindre tâche. En fait, il n'est rémunéré que pour avoir choisi, à l'intention de son client, un fonds plutôt qu'un autre. Selon l'auteur, pour que le lien étroit ne soit pas effectif, il faut que les rétrocessions rémunèrent une contre-prestation équivalente du distributeur en faveur du promoteur. Cependant, elle ne doit pas déjà être due à l'investisseur de par leur relation contractuelle, ni mettre le distributeur en position de conflits d'intérêts. Le simple fait que le montant des rétrocessions soit lié au volume des transactions exécutées par le distributeur n'est pas suffisant pour considérer que cette rémunération tombe automatiquement sous le coup de l'article 400 al. 1 CO. Quant à l'établissement du lien étroit en raison de la présence potentielle de conflits d'intérêts, l'auteur considère qu'à partir du moment où la plupart des distributeurs sont des banques ayant un statut de négociant et qu'ainsi, l'article 11 LBVM leur est applicable, de tels conflits doivent être résolus en faveur du client. De ce fait, une banque ne devrait pas avoir le droit de choisir un fonds plutôt

35 ABEGGLEN, *Retrozession* (2007), pp. 129-130.

qu'un autre en se basant uniquement sur les rétrocessions qu'elle perçoit, puisque ce type d'agissement irait à l'encontre des intérêts du client.

De plus, lors de la publication de la jurisprudence du Tribunal fédéral concernant les rétrocessions en matière de gestion de fortune, la SFA a émis une circulaire dans laquelle elle prenait position contre la possibilité que cette jurisprudence puisse s'appliquer aux distributeurs de fonds³⁶. En effet, elle estime que les indemnités payées aux distributeurs à l'occasion de l'exécution du mandat leur reviennent à moins qu'elles donnent origine à un conflit d'intérêts. En conséquence, les distributeurs peuvent garder les rétrocessions reçues si elles représentent une contre-prestation pour une prestation fournie à un tiers et s'ils n'ont pas déjà reçu une indemnisation de leur mandant pour la même prestation³⁷. En ce qui concerne la contre-prestation, dans le cadre d'un fonds, les rétrocessions sont considérées comme une rémunération payée par les promoteurs en échange des services accomplis par les distributeurs³⁸. Selon la SFA, sa position est soutenue par le fait que ces rétrocessions sont versées indépendamment du contrat de mandat conclu entre le distributeur et l'investisseur (dans un cas d'*execution only* les rétrocessions seraient payées quand même)³⁹. Elle juge que les relations contractuelles liant les clients et le distributeur sont importantes seulement dans la mesure où le volume total de tous les clients sert de base pour calculer les rétrocessions.

Selon une autre partie de la doctrine, les rétrocessions payées aux distributeurs de fonds tombent bien sous le coup de l'article 400 al. 1 CO⁴⁰.

36 Circ. SFA 22/06 du 05.12.2006.

37 *Ibid.*; SFA, News 04/6, p. 25.

38 Circ. SFA 22/06 du 05.12.2006; SFA, News 04/6, p. 25. Il s'agit notamment de : mesures publicitaires et de marketing (*Road Shows*); tâches en relation avec l'accomplissement des exigences selon les directives pour la distribution de placements collectifs, notamment dans le domaine de la formation des conseillères et conseillers à la clientèle; accessibilité, actualisation et transmission de publications obligatoires telles que les prospectus, prospectus simplifiés, rapports annuels et semestriels et autres documents; accomplissement des devoirs de diligence délégués par le prestataire de fonds à la distribution, en relation avec la lutte contre le blanchiment d'argent; contrôle du respect des restrictions de vente imposées par le prestataire de fonds, par exemple pour les "US Persons"; mise en place de processus pour la souscription, la détention ou la résiliation des parts de fonds à l'intention de la direction du fonds; exploitation et entretien d'une plate-forme électronique de distribution pour prestataires tiers; souscription de parts à titre de "Nominée" du client (auprès des fonds étrangers); délégation à l'organe de révision de l'audit (en faveur du prestataire de fonds) du respect des obligations juridiques et d'autorégulation des distributeurs, notamment des directives pour la distribution de placements collectifs et les référentiels étrangers comparables pour les fonds étrangers qui ne sont pas admis à la distribution publique en Suisse; activité en tant qu'unique interlocuteur de facturation ("*Global Distributor*").

39 SFA, News 04/6, p. 26.

40 EMMENEGER (2007), p. 72; WEBER / ISELI (2008), N 390; GUTZWILLER (2008), p. 206; SCHMID, cm 46 à 49.

Selon S. Emmenegger⁴¹, d'une manière générale, les rétrocessions sont effectivement en lien étroit avec le mandat, car c'est l'investissement réalisé par le client dans le fonds, avec le distributeur comme intermédiaire, qui déclenche le paiement des rétrocessions. En particulier lorsqu'il y a conflit d'intérêts, le lien étroit avec le mandat est admis ; mais il existe d'autres cas. Les notions de "conflits d'intérêts" et de "lien étroit avec le mandat" sont fortement corrélées, sans toutefois se recouper. En outre, les distributeurs ne sont pas soumis à un régime spécial tel celui qui est prévu par l'article 21 LPCC pour les promoteurs⁴². Ils sont par contre assujettis aux devoirs de l'article 20 LPCC et il est de la compétence de l'autorité de surveillance de concrétiser les règles de comportement édictées par cette disposition législative. Vu que l'article 21 LPCC donne le ton de la loi en matière de rétrocessions, il convient dès lors de se demander si l'autorité de contrôle n'irait pas à l'encontre des compétences qui lui ont été déléguées, en consentant à ce que le distributeur ne soit pas soumis aux devoirs de restitution et de reddition de compte. Elle pourrait même interdire les rétrocessions, comme elle l'a fait pour les promoteurs. L'auteur conteste aussi l'idée que les rétrocessions puissent être exclues du champ d'application de l'article 400 al. 1 CO de par leur caractère indemnitaire⁴³. En effet, le risque de conflits d'intérêts ne diminue pas du fait que les rétrocessions soient de cette nature, car le distributeur pourrait de toute façon choisir le fonds en fonction du niveau des rétrocessions qui lui sont payées et non de l'intérêt du client⁴⁴. D'autant plus que le TF fait entrer les rétrocessions dans le champ d'application de 400 CO, qu'elles aient un rôle de rémunération ou d'indemnisation⁴⁵.

Selon C. Gutzwiller⁴⁶, pour le distributeur qui agit dans le cadre d'un mandat de gestion ou de conseil en investissement, le lien étroit entre les rétrocessions et le mandat est bel et bien présent. En effet, pour l'auteur, c'est seulement grâce à ce dernier que le distributeur peut placer des parts de fonds dans les portefeuilles de ses clients. Ceci d'autant plus que la doctrine majoritaire considère que le lien étroit est prouvé lorsqu'il y a conflit d'intérêts.

41 EMMENEGER (2007), p. 72.

42 Nous rappelons que cet article interdit la perception des rétrocessions par les promoteurs à moins de les rétrocéder au fonds.

43 EMMENEGER/SCHMID (2008), p. 225, contrairement à l'opinion de la SFA (SFA, News 04/6, p. 25).

44 EMMENEGER/SCHMID (2008), p. 225.

45 SCHMID, *cm* 46 à 49.

46 GUTZWILLER (2008), p. 208.

(2) Notre position

En matière de distribution de fonds, donner un avis tranché sur ce qui est en lien étroit avec le mandat, aux fins de l'article 400 al. 1 CO, n'est pas chose aisée. Ceci étant, nous pensons que tous les distributeurs liés à leurs clients par un contrat de mandat sont effectivement soumis à cet article, en ce sens qu'il existe un lien étroit entre le mandat et les rétrocessions qu'ils reçoivent. Plusieurs raisons peuvent être avancées.

Tout d'abord, nous nous sommes posé la question générale de savoir à quel moment ce qui a été reçu par le mandataire se trouve en lien étroit avec l'exécution du mandat. La présence d'un lien étroit dépend du fait que la prestation du tiers vis-à-vis du mandataire est une conséquence directe des actes que le mandataire a accomplis afin d'exécuter son mandat. Les rétrocessions sont versées par le promoteur à la suite d'actes accomplis par le distributeur afin d'acheter et éventuellement de garder les parts de fonds pour le client. Comme nous l'avons déjà vu, le montant des rétrocessions est directement lié à celui des fonds apportés, lequel est, avec le taux, l'un des deux facteurs de l'équation. Ce dernier est certes négocié entre le distributeur et le promoteur. Cependant, plus le réseau de distribution est développé, plus le taux sera élevé. Mais qu'est-ce qui fait l'intérêt d'un réseau de distribution ? Ce sont ses clients, leur nombre et leur fortune. En conséquence, le taux est directement lié aux fonds apportés et à ceux qui peuvent l'être potentiellement. De ce fait, nous pensons que tous les éléments permettant de calculer le montant des rétrocessions sont en lien "étroit" avec les actes que le distributeur accomplit pour son investisseur. Par ailleurs, une autre donnée peut être mentionnée : les rétrocessions sont payées pendant toute la durée de l'investissement dans le fonds, ce qui signifie que les rétrocessions s'arrêteront seulement lorsque l'argent sera désinvesti du fonds. Par rapport à tous ces constats, apparaît clairement le lien étroit entre les agissements du distributeur vis-à-vis de l'investisseur et sa rémunération sous forme de rétrocessions.

Considérer les rétrocessions comme la rémunération payée par les promoteurs pour les services rendus par les distributeurs n'a, à notre avis, pas d'impact sur l'établissement du lien étroit. En effet, s'il est vrai que les honoraires convenus par les parties au mandat (investisseur-distributeur) sortent du champ d'application de l'article 400 al. 1 CO, il s'agit ici des honoraires négociés entre le mandant et le mandataire. Les rétrocessions, bien qu'elles soient prélevées directement sur la *management fee* qui est, à son tour, directement ponctionnée à partir de la fortune du fonds et en conséquence supportée par les investisseurs, représentent la rémunération du promoteur au distributeur. Et celle-ci n'est en aucun cas exclue de l'article 400 al. 1 CO. D'autant plus qu'au sujet de cette rémunération, il n'existe justement aucun accord entre le mandant et le mandataire.

De plus, la doctrine majoritaire convient que la présence de conflits d'intérêts permet aussi de constater le lien étroit⁴⁷, car le mandataire peut ne plus être attentif aux intérêts du mandant à cause de ce qu'il reçoit. En effet, si le distributeur mandataire de l'investisseur est le gardien des intérêts de ce dernier, en revanche, son profit personnel réside dans les rétrocessions. En conséquence, il existe un risque que son choix d'investissement soit influencé négativement par celles-ci. A partir du moment où ce choix (qui est en même temps l'acte d'exécution du mandat) peut être infléchi par la rémunération qui y est liée, il nous semble que le conflit d'intérêts est démontré et avec lui le lien étroit. Le fait que le distributeur puisse être soumis à certaines prescriptions légales (art. 11 LBVM et/ou 20 LPCC) lui imposant d'agir dans l'intérêt des clients ne signifie pas que le conflit ne soit pas latent. Celles-ci indiquent simplement comment il doit être géré. Autrement, cela impliquerait aussi que dans le cadre du mandat, la problématique des conflits d'intérêts ne se poserait pas non plus, étant donné que l'article 398 CO prévoit que le mandataire est astreint à un devoir de fidélité. Toute la question est de savoir comment celui-ci est effectivement géré (sur ce sujet, nous renvoyons le lecteur aux chapitres précédents, qui se rapportent aux conflits d'intérêts).

Par ailleurs, le fait que les distributeurs sans mandat avec leur investisseur puissent aussi toucher des rétrocessions n'est, à notre avis, pas relevant. En effet, les devoirs de reddition de compte et de restitution sont ancrés dans les dispositions relatives au mandat, et ce n'est qu'en présence d'une telle relation que celles-ci sont applicables.

Il est aussi vrai que le distributeur reçoit les rétrocessions de façon globale, c'est-à-dire qu'elles sont calculées sur la base de l'ensemble des clients qu'il a amenés dans le fonds, sans aucune autre précision (l'on ne sait pas quel montant provient de quel client). Mais cela ne change rien au fait que le distributeur sera, quoi qu'il arrive, toujours lié à ses clients par un mandat et que les obligations prévues par l'article 400 al. 1 CO ne subissent aucune modification du fait de la présence d'un pot commun⁴⁸. Le lien étroit démontré ci-dessus ne disparaît pas de ce fait.

Si les distributeurs sont soumis à l'obligation de restitution, telle qu'elle est prévue par l'article 400 al. 1 CO, les montants qu'ils perçoivent peuvent varier substantiellement entre les différents distributeurs du même fonds. En effet, ils négocient leurs taux de rétrocessions; chacun recevra donc des sommes plus ou moins importantes selon les accords prévus. Les clients d'un même fonds sup-

⁴⁷ EMMENEGER/SCHMID (2008), p. 219; NÄNNI/VON DER CRONE (2006), p. 379; BK-FELLMANN, 400 CO, N 127-128. D'ailleurs, la SFA et S. Abegglen, même si les deux considèrent que la jurisprudence fédérale (ATF 132 III 460) ne s'applique pas aux distributeurs de fonds, sont de l'avis que le lien étroit est établi en présence de conflits d'intérêts (SFA, News 04/6, p. 25 et ABEGLLEN, Retrozession (2007)).

⁴⁸ EMMENEGER (2007), p. 72.

portent de façon égale la *management fee* et par conséquent les rétrocessions qui en découlent. Dès lors, les distributeurs devraient-ils restituer celles qu'ils touchent réellement, de façon à ce que les différents investisseurs reçoivent de plus ou moins grosses sommes selon le distributeur ? Ou alors, doivent-ils tous rétrocéder le même montant de manière forfaitaire ? Aucune de ces deux hypothèses ne nous semble satisfaisante. En effet, dans le premier cas de figure, les différents investisseurs ne seraient pas traités sur un pied d'égalité. Et dans le second, certains distributeurs (ceux qui touchent des rétrocessions plus élevées que le montant forfaitaire) bénéficieraient de la part excédant le montant forfaitaire ; tandis que l'autre partie (composée des distributeurs qui obtiennent des rétrocessions moins élevées que le montant forfaitaire) devrait déboursier la différence de leur propre poche. Dans tous les cas, nous pensons que si les distributeurs devaient être amenés à restituer, ils auraient très certainement à rembourser les rétrocessions qui leur sont réellement payées. En ce qui concerne cette problématique, la FINMA fait remarquer que la souscription d'une part auprès d'un distributeur reviendrait moins cher si celui-ci devait restituer au client les rétrocessions touchées, par rapport à une acquisition directe auprès dudit fonds⁴⁹. Ceci impliquerait aussi que les grandes banques, qui peuvent généralement bénéficier de taux de rétrocessions plus élevés, deviendraient les établissements les plus intéressants pour les investisseurs, ce qui ne serait pas sans créer un "handicap concurrentiel illicite"⁵⁰. En réalité, cette problématique est latente et ne dépend pas d'une possible restitution des rétrocessions aux clients par les distributeurs. L'éventualité d'une restitution ne fait que la mettre en évidence. En effet, en dépit d'une restitution, l'argent des investisseurs est déjà employé et ce, de deux manières : soit il sert, en partie, à rémunérer des distributeurs qui proposent des taux de rétrocessions plus élevés par rapport à celui du distributeur auquel ils ont fait appel ; soit il est utilisé intégralement, lorsqu'ils ont acheté directement auprès du fonds. La différence tient au fait que dans l'état actuel des choses, ce sont les distributeurs qui reçoivent cet argent. Sur ce point, la situation des distributeurs est radicalement différente de celle des gestionnaires de fortune indépendants. En effet, ces derniers perçoivent des rétrocessions exclusivement sur les montants payés par leurs clients, qui n'ont donc jamais à supporter les frais des autres investisseurs. Par contre, les distributeurs reçoivent des rétrocessions sur la *management fee* qui est, quant à elle, prélevée sur la fortune totale du fonds.

Afin de réfuter le lien étroit, certains auteurs se sont appuyés sur le fait que les rétrocessions payées par le promoteur constituent la rémunération pour le travail fourni par le distributeur pour le compte du premier. Le distributeur est rémunéré

⁴⁹ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 66.

⁵⁰ *Ibid.*

pour son rôle dans la mise en place de son réseau et pour les activités qui lui sont déléguées. Par contre, nous pourrions objecter que c'est la même chose pour le gestionnaire de fortune indépendant, dont la contre-prestation consiste à apporter l'argent des clients et à passer des ordres en bourse⁵¹. De plus, une autre contre-prestation intervient chaque fois que la banque délègue au gérant toutes les missions dérivant de la loi sur le blanchiment d'argent⁵². Pourtant, le TF n'a, à aucun moment, fait référence à de telles hypothèses et considéré que les rétrocessions payées sont une juste rémunération. Qui plus est, en ce qui concerne spécifiquement les banques, les efforts de mise en place de leur réseau n'ont pas pour but exclusif la vente de fonds mais, de manière beaucoup plus générale, la commercialisation de produits financiers⁵³. En conséquence, cet effort ne peut pas être considéré comme une prestation particulière en faveur des promoteurs⁵⁴.

Nous avons vu que la problématique de l'article 400 al. 1 CO est actuelle lorsque les parties sont liées par un contrat de mandat, car c'est seulement dans ce cas que cette disposition est applicable (cf. § I.B). La question que nous nous posons maintenant est de savoir si le lien étroit est toujours établi en présence d'un contrat de mandat, sous quelque forme que ce soit, ou s'il existe des situations dans lesquelles ce lien ne s'instaure pas. En effet, en présence d'un contrat de gestion de fortune, le lien étroit est aussi démontré par l'éventuel conflit d'intérêts auquel le distributeur se trouve confronté lors de son choix. Dans un contrat de conseil en placement, qui est qualifié de mandat, l'instruction d'achat ou de vente est donnée par l'investisseur sur le conseil du distributeur. Le lien étroit est établi, à l'instar de la gestion de fortune, également par le fait que la relation entre les deux parties remonte au moment du conseil donné par le distributeur et que, à cet instant précis, il se trouvait dans une situation de conflits d'intérêts.

Lorsque le client a conclu un contrat de dépôt avec sa banque, leur relation est bien caractérisée par des éléments du mandat – en ce qui concerne la gestion des titres – et par la commission perçue lors de l'exécution de l'ordre. Par contre, dans ces hypothèses, lorsque l'investisseur se limite à donner un ordre d'achat ou de vente, il est clair que le conflit d'intérêts ne peut survenir (étant donné que le distributeur ne choisit pas l'investissement et ne donne pas non plus de conseil à ce sujet). Le lien étroit est-il également établi dans ces cas? Lors de l'exécution d'une instruction donnée par le client, le distributeur et l'investisseur sont liés par une relation de mandat, et, en conséquence, nous avons vu que l'article 400 CO est applicable. Nous avons aussi précisé que si la présence de conflits d'intérêts représente l'un des moyens d'établir le lien étroit, elle n'est cependant pas le

51 DE CAPITANI (1998), N 25 ss.

52 Cm 21 et 35 Convention relative à l'obligation de diligence des banques 08 (CDB 08).

53 GUTZWILLER (2008), p. 208.

54 *Ibid.*

seul élément à prendre en compte. De manière générale, le lien étroit est instauré lorsque l'investissement que le client a réalisé dans le fonds par le biais du distributeur déclenche le paiement des rétrocessions. En conséquence, nous pensons que le lien étroit est présent aussi dans les situations ne générant pas de conflits d'intérêts. En effet, le but de l'article 400 CO n'est pas seulement la prévention des conflits d'intérêts en eux-mêmes. Indépendamment de cela, il met à la charge du mandataire certains devoirs, tel celui d'informer son mandant de tous les faits concernant sa gestion. De plus, le mandataire doit restituer au mandant tout ce qu'il a reçu pendant le déploiement de son mandat, tout ce qui est en lien étroit avec l'exécution dudit mandat et qui n'a pas été retenu comme lui revenant de droit⁵⁵.

(3) Dans les groupes bancaires

Nous avons vu plus haut que les rétrocessions sont également monnaie courante à l'intérieur des groupes ou entre différents départements de la même société.

Selon une partie de la doctrine, dans ces cas de figure, les rétrocessions ne tombent pas sous le coup de l'article 400 al. 1 CO, car il n'existe pas de lien étroit. Premièrement, la raison réside dans le fait que ces transferts d'argent sont effectués pour des raisons fiscales, afin de déplacer des bénéfices d'une unité du groupe à l'autre pour qu'ils soient comptabilisés auprès de la seconde⁵⁶. Deuxièmement, même en laissant de côté les raisons fiscales, la problématique des conflits d'intérêts dans le paiement des rétrocessions à l'intérieur d'un groupe ou entre différents départements de la même société est à relativiser. En effet, d'un côté, dans les deux cas, ces paiements ne peuvent pas vraiment être qualifiés de paiements par un "tiers"; et de l'autre, le client s'attend à ce qu'on lui propose des produits internes⁵⁷. D'autant plus que pour celui-ci, il n'est pas relevant de savoir quelle unité ou société du groupe comptabilise les bénéfices⁵⁸.

Nous partageons l'avis de S. Emmenegger⁵⁹, selon laquelle toute société appartenant à un groupe qui verse des rétrocessions est à qualifier formellement de tiers; ces transferts d'argent sont donc comptabilisés. Les raisons fiscales liées aux rétrocessions ne jouent aucun rôle dans la relation de mandat qui lie l'intermédiaire à son client. Les clients d'un groupe ont tout autant le droit que les autres d'obtenir les informations concernant la structure des coûts et de bénéficier d'une

55 EMMENEGER (2007), p. 71 ss.

56 Hsu (2006), p. 78.

57 WOHLMANN (2008), p. 164 et Hsu (2006), p. 78.

58 WOHLMANN (2008), p. 164.

59 EMMENEGER (2007), pp. 73-74.

éventuelle restitution des rétrocessions. De plus, les conflits d'intérêts survenant dans ce cadre sont encore plus accentués : en effet, le fait de choisir le produit qui rapporte le plus de rétrocessions au distributeur du même groupe permet d'optimiser les résultats pour l'ensemble du groupe. Ce raisonnement vaut aussi pour les paiements effectués entre les différents départements de la même société.

2. Conséquences de l'application de 400 al. 1 CO sur la distribution de fonds

Lorsque l'on considère que les rétrocessions de distribution tombent sous le coup de l'article 400 al. 1 CO si le distributeur est lié par un contrat de mandat à son investisseur, celles-ci font l'objet de devoirs de reddition de compte et de restitution. Il ne faut toutefois pas oublier que le client peut décider de renoncer à l'avance à la restitution des rétrocessions.

Le Tribunal fédéral a établi ainsi que la renonciation du mandant à la restitution des rétrocessions est valable, lorsqu'elle est faite tacitement, si le mandant a pris connaissance du montant exact des rétrocessions payées et, lorsqu'elle est effectuée par le biais d'une clause de renonciation, si le mandant a bénéficié d'une information "complète et véridique"⁶⁰. Selon notre Haute Cour, cette exigence se justifie du fait que les accords sur les rétrocessions peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Nous allons donc nous occuper du deuxième cas de figure.

Pour que la clause de renonciation soit valable, notre Haute Cour a rappelé que "la doctrine exige dès lors que le mandant soit informé de manière complète et véridique sur les rétrocessions attendues et que sa renonciation à la restitution de celles-ci résulte expressément de l'accord passé avec le mandataire [...]"⁶¹. La question est ainsi de savoir à partir de quel moment il est possible de considérer que le client a été informé de façon complète et véridique. A ce propos, toujours selon le Tribunal fédéral : "La connaissance par un organe de la demanderesse du montant approximatif des rétrocessions et des *finder's fees* perçus par le défendeur ne permet pas de conclure à une renonciation valable à l'obligation de rendre compte et au devoir de restitution prévus à l'art. 400 al. 1 CO. Le fait que la quotité des rétrocessions ait pu être estimée sur la base des avoirs sous gestion, du montant convenu d'honoraires de gestion et du caractère usuel de telles prestations n'accorde pas à la demanderesse un niveau d'information suffisant s'agissant des rétrocessions et des *finder's fees* effectivement versés. Ceux-ci dépendent de nombreux autres facteurs, tels que le nombre de transactions initiées et les termes des accords sur la base desquels ces rémunérations sont versées."⁶² Le

60 C. 4.2 et 4.5, ATF 132 III 460 in SJ 2006 413 ss.

61 C. 4.2 in fine ATF 132 III 460 in SJ 2006 413.

62 C. 4.5 ATF 132 III 460 in SJ 2006 415.

Tribunal fédéral ne donne pas d'indications plus précises quant à l'étendue des informations, se limitant à énoncer que celles-ci doivent permettre au client d'estimer le montant des rétrocessions. Nous avons vu auparavant que ce montant dépend de nombreux facteurs. Il n'est par conséquent pas possible de considérer qu'il soit usuel que le mandant renonce à son droit à la reddition des comptes et qu'il soit d'accord sur le paiement de rétrocessions au mandataire lorsqu'il ne peut ni connaître ni contrôler l'ampleur des dites sommes⁶³.

S. Abegglen passe en revue les différentes positions de la doctrine concernant les conditions à remplir pour que la clause de renonciation soit valable au titre de l'article 400 al. 1 CO⁶⁴. Autant tous les auteurs estiment que le client peut renoncer s'il a été valablement informé, autant la question se corse dès lors que l'on cherche la portée exacte de l'expression "valablement informé". Les opinions sont très divergentes : elles vont de l'exigence d'une information très étendue (montant exact, taux, base de calcul) – *full disclosure* – à la simple mention du taux des rétrocessions. S. Schären⁶⁵ scinde d'ailleurs les auteurs en trois catégories : ceux qui sont en faveur de la *full disclosure*; ceux qui privilégient une information claire contenant par exemple un ordre de grandeur du pourcentage ou des montants ; et ceux qui considèrent la simple renonciation aux rétrocessions comme suffisante.

Mais quelles sont les informations à transmettre : le taux, le montant, le calcul ? Le *Handelsgericht Zürich*, après s'être basé sur l'arrêt du Tribunal fédéral dans une décision de juin 2007⁶⁶ – concernant toujours des rétrocessions payées à un gérant de fortune indépendant – pour appliquer l'article 400 al. 1 CO, s'est penché sur la validité de la clause de renonciation. Cette jurisprudence du *Handelsgericht Zürich*⁶⁷ a amené une petite pièce au puzzle. Le tribunal zurichois a considéré en effet qu'une simple renonciation générale à la restitution des rétrocessions n'était pas suffisante. Par contre, dans le cas d'espèce, le client avait été informé des montants des rétrocessions payées dans les années précédentes et en conséquence, il connaissait la somme à laquelle il renonçait. Il y a lieu de relever que le tribunal n'a pas vraiment souhaité se prononcer sur cette problématique délicate. En effet, il a précisé qu'étant donné que dans le cas d'espèce, la clause de renonciation semblait valable, il n'était pas nécessaire de se pencher sur l'interprétation d'une information "complète et véridique", selon les termes du Tribunal fédéral. Il est quand même à noter que le *Handelsgericht* a considéré qu'il était suffisant d'indiquer un résultat, alors que le TF a plutôt suggéré une base de calcul (cette dernière

63 C. 4.3 ATF 132 III 460 in SJ 2006 413.

64 ABEGGLEN, *Ablieferung* (2007), pp. 193-195.

65 SCHÄREN, cm 37.

66 HANDELSGERICHT, in ZR 107/2008 p. 129 du 26 juin 2007.

67 HANDELSGERICHT, in ZR 107/2008 p. 129 du 26 juin 2007, cf. SCHÄREN, cm 1 ss.

option a d'ailleurs été adoptée par la circulaire FINMA 09/1). A notre avis, une indication concernant les montants perçus au cours des années précédentes suffit, ces derniers permettant au client de se faire une idée claire quant aux paiements versés au distributeur, du moment qu'ils lui sont communiqués régulièrement. Il faut encore souligner que l'arrêt du TF se rapportait à la renonciation à la restitution, et non à la reddition de compte. Le *Handelsgericht* a donc estimé qu'il était impossible de renoncer à la reddition de compte tout en renonçant à la restitution. En effet, la reddition de compte est la condition pour la renonciation à la restitution. En d'autres termes, pour que le client accepte de renoncer aux rétrocessions, il doit être informé et parallèlement, il ne peut pas renoncer à être informé tout en renonçant à la restitution. Nous rejoignons le tribunal sur ce point.

Cela nous amène à présent à traiter plus particulièrement les rétrocessions payées aux distributeurs de fonds.

Selon la directive transparence SFA, les promoteurs doivent indiquer, dans tous les prospectus de fonds, d'une part que des rétrocessions sont payées aux distributeurs, et d'autre part que les commissions et frais à la charge de la fortune du fonds (dont les rétrocessions sont prélevées) s'élèvent au maximum à un certain pourcentage. D'une manière générale, les clauses du prospectus sont acceptées par l'investisseur par la conclusion d'un contrat de placement collectif. Il s'agit pratiquement de clauses générales qui sont intégrées au contrat par leur acceptation par les parties⁶⁸.

Il est clair que la clause de renonciation, pour qu'elle soit considérée comme valable, doit résulter de l'accord entre le mandataire et le mandant⁶⁹ et que la simple mention dans le prospectus que des rétrocessions sont payées au distributeur ne suffit pas. Une clause de renonciation doit à notre sens figurer dans le contrat de gestion – ou tout autre document régissant la relation entre le distributeur et l'investisseur. Par contre, l'on peut se demander si l'avoir intégré les informations nécessaires, afin que ladite renonciation soit considérée valable, dans le prospectus peut être considéré comme suffisant. En effet, le prospectus est un document du fonds remis à l'investisseur par le distributeur toutefois il ne concerne pas la relation juridique qui s'instaure entre le distributeur et l'investisseur, mais celle qui se tisse entre l'investisseur et le fonds⁷⁰. Néanmoins, nous pensons que cette façon de procéder peut être autorisée mais à condition que le distributeur ait rendu l'investisseur attentif à ces informations contenues dans le prospectus en y renvoyant expressément.

68 D'une manière générale sur l'intégration des conditions générales: TERCIER, obligations (2009), N 870 ss et GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008), N 1127 ss.

69 C. 4.2 in fine ATF 132 III 460 in SJ 2006 413.

70 JACQUEMOUD (2008), p. 396.

Maintenant, nous nous posons la question de savoir si des montants maximaux peuvent être considérés comme suffisants afin qu'une renonciation préalable soit valable. Nous pensons que non. En effet, ces informations ne permettent même pas au client de se faire une idée quant à l'étendue des rétrocessions payées aux distributeurs. A l'origine, la directive transparence prévoyait qu'il fallait spécifier les taux des différents éléments composant la *management fee*, c'est-à-dire la direction, l'*asset management* et la commercialisation. En accord avec la FINMA, cette partie de la directive a été provisoirement écartée, et son entrée en vigueur a été décalée par rapport au reste de la directive (qui elle, est en vigueur depuis le 1^{er} août 2005)⁷¹. Cette décision a été prise dans la lignée des travaux européens sur MiFID. En effet, les intervenants voulaient attendre les évolutions à ce niveau-là afin de décider de la suite à donner à cette partie⁷². Depuis, MiFID et ses règles d'application sont entrées en vigueur, même si la législation n'a pas encore été adaptée dans tous les Etats membres. MiFID, contrairement à la directive transparence SFA, prévoit que c'est le distributeur qui donne les informations concernant soit le montant de la rétrocession, soit, lorsqu'il est inconnu, son mode de calcul (*disclosure at the point of sale*). Cette méthode permet de tenir compte du fait que chaque distributeur touche des montants différents selon la négociation qu'il a menée avec le promoteur. Par contre, le taux indiqué dans le prospectus est une moyenne de l'ensemble des taux que les distributeurs ont négocié avec le fonds. Sur cette base, l'investisseur ne peut pas vraiment se rendre compte de la rémunération du distributeur. Par contre, du côté suisse, la partie de la directive transparence concernant les rétrocessions est toujours en stand-by et il n'y a pas vraiment de signes de changement en perspective.

II. Rétrocessions au distributeur sans relation contractuelle avec l'investisseur

Lorsque le distributeur n'est pas lié par une relation contractuelle avec l'investisseur, les règles sur le mandat, dont l'article 400 al. 1 CO fait partie, ne sont de toute façon pas applicables.

Dans ce contexte, nous allons voir si le distributeur peut être astreint à rendre à l'investisseur les rétrocessions reçues sur la base de l'enrichissement illégitime ou de la gestion d'affaires sans mandat.

⁷¹ CFB, RG 2006, p. 55.

⁷² Circ. SFA, Remaniement directive transparence.

1. L'enrichissement illégitime

Dans ce travail, nous n'allons pas faire une analyse étendue de l'enrichissement illégitime, pour laquelle nous renvoyons à l'ample doctrine⁷³. Nous nous limiterons à examiner si cette action peut être utilisée par l'investisseur pour obtenir restitution des rétrocessions reçues par le distributeur.

L'enrichissement illégitime est traité aux articles 62 à 67 CO. Ces dispositions prévoient "l'obligation pour l'enrichi [débiteur] de restituer à la partie lésée [créancier] son enrichissement en nature ou à défaut en valeur"⁷⁴. Cette obligation est assortie de quatre conditions : l'enrichissement du débiteur, l'appauvrissement du créancier, la connexité entre l'enrichissement et l'appauvrissement et l'absence de cause légitime⁷⁵.

L'enrichissement consiste en une augmentation du patrimoine (sous forme d'accroissement ou de non-diminution)⁷⁶. L'on distingue trois hypothèses d'enrichissement selon qu'il provient d'un acte du créancier (*Leistungskondiktion*), d'un acte du débiteur (*Eingriffskondiktion*), du hasard ou d'un tiers (*Zufallskondiktion*)⁷⁷.

La condition de l'appauvrissement est tirée de la locution "aux dépens d'autrui" (art. 62 al. 1). L'appauvrissement correspond à une diminution du patrimoine du lésé même si elle ne doit pas forcément correspondre au montant de l'enrichissement⁷⁸. Dans la conception classique, un appauvrissement correspond à un enrichissement. Par contre, pour une partie de la doctrine, cette condition n'est pas nécessaire, en particulier lorsque nous sommes dans l'hypothèse de *Eingriffskondiktion*. Dès lors, le créancier peut agir contre le débiteur, même s'il n'a pas subi un appauvrissement au sens strict du terme⁷⁹.

La connexité entre l'enrichissement et l'appauvrissement implique que l'enrichissement de l'un a provoqué l'appauvrissement de l'autre. La partie de la doctrine qui considère qu'en cas de *Eingriffskondiktion*, l'appauvrissement en tant

73 TERCIER, obligations (2009), § 37; SCHWENZER (2009), pp. 403-438; CR CO I-PETITPIERRE, 62-67 CO; CHAPPUIS, Enrichissement illégitime (2004); GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008) N 1465-1580.

74 CR CO I-PETITPIERRE, 62 CO, N 1.

75 CR CO I-PETITPIERRE, 62 CO, N 4; CHAPPUIS, Enrichissement illégitime (2004), p. 41. Contre cette position : GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008), N 1566; SCHWENZER (2009), N 55.09.

76 TERCIER, obligations (2009), N 1827.

77 TERCIER, obligations (2009), N 1829; CHAPPUIS, Enrichissement illégitime (2004), p. 42.

78 CHAPPUIS (1991), p. 103.

79 Notamment, GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008), N 1566; SCHWENZER (2009), N 57.01 à 57.10. Contre : CR CO I-PETITPIERRE, 62 CO, N 10; CHAPPUIS (1991), p. 104 ss et TERCIER, obligations (2009), N 1838.

que tel n'est pas nécessaire, juge la connexité entre l'intervention de l'enrichi dans la sphère de l'autre et son enrichissement comme étant suffisante⁸⁰.

L'absence de cause légitime signifie que le transfert d'un patrimoine à l'autre n'est pas juridiquement fondé.

La faute de l'enrichi n'est pas une condition pour pouvoir agir en enrichissement illégitime. Il concerne une situation objective. En effet, l'enrichi n'est pas appauvri par la restitution au lésé, le but étant de compenser l'appauvrissement de l'un par l'enrichissement de l'autre⁸¹.

La doctrine majoritaire a érigé l'hypothèse de l'*Eingriffskondiktion* en une institution autonome avec ses propres conditions⁸². Dans ce cas, l'enrichi doit restituer ce qu'il a obtenu de par son ingérence dans la sphère juridique et/ou patrimoniale d'une autre personne, même si celle-ci ne subit pas de dommage.

La question que nous nous posons maintenant est la suivante : l'investisseur pourrait-il tenter une action en enrichissement illégitime contre le distributeur afin de se faire restituer les rétrocessions que ce dernier a reçues ? Si l'on adopte la doctrine en faveur de l'*Eingriffskondiktion* renonçant ainsi à la condition de l'appauvrissement, la connexité pourrait être donnée par le fait que le distributeur reçoit lesdites rétrocessions par le fait qu'il investit l'argent du client dans un fonds. Par contre, nous nous rallions à la partie de la doctrine selon laquelle la condition de l'appauvrissement est essentielle car s'en passer signifie confondre l'enrichissement illégitime avec la gestion d'affaire sans mandat pour laquelle le dommage du lésé n'est pas une condition⁸³. La condition de l'appauvrissement est d'autant plus fondamentale du fait qu'aucune faute n'est requise pour une action en enrichissement illégitime. En effet, c'est l'appauvrissement qui justifie la restitution au lésé⁸⁴. Etant donné que les rétrocessions constituent l'enrichissement du distributeur mais que, de l'autre côté, aucun appauvrissement de l'investisseur ne correspond, cette condition n'est pas remplie et, en conséquence, l'investisseur ne pourra probablement pas se prévaloir des articles 62 ss CO pour se faire remettre lesdites rétrocessions.

80 Notamment, GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008), N 1566 ; SCHWENZER (2009), N 57.01 à 57.10. Contre : CR CO I-PETITPIERRE, 62 CO, N 13.

81 TERCIER, obligations (2009), N 1838 ; CR CO I-PETITPIERRE, Intro art. 62-67 CO, N 2 ; CHAPPUIS, Enrichissement illégitime (2004), p. 41.

82 Notamment, GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER (2008), N 1566 ; SCHWENZER (2009), N 57.01 à 57.10. Contre : CR CO I-PETITPIERRE, Intro. Art. 62-67 CO, N 6.

83 CHAPPUIS (1991), pp. 114-115 et CR CO I-PETITPIERRE, 62 CO, N 49.

84 CHAPPUIS (1991), p. 115.

2. La gestion d'affaires sans mandat

La présente étude n'a pas pour but de faire une analyse étendue de la gestion d'affaires sans mandat, pour laquelle nous renvoyons le lecteur à l'abondante doctrine⁸⁵. Nous nous contenterons de vérifier si l'investisseur peut prétendre à ce que les rétrocessions reçues par le distributeur lui soient remises.

La gestion d'affaires sans mandat est réglée aux articles 419 à 424 du CO. "[Elle] vise les rapports juridiques qui résultent du fait qu'une personne exécute des actes de gestion dans la sphère juridique d'autrui, sans y être obligée ni autorisée [...]"⁸⁶.

Le législateur a prévu deux formes différentes de gestion d'affaires: la gestion d'affaires altruiste (art. 419 à 422 et art. 424), faite dans l'intérêt du maître; et la gestion d'affaires intéressée (art. 423), effectuée dans l'intérêt du gérant⁸⁷. Nous nous intéresserons ici à cette seconde forme (étant donné que dans le cas du distributeur de fonds, il s'est enrichi – par le biais des rétrocessions – grâce à l'investissement auquel il procède pour l'investisseur).

L'article 423 prévoit que le maître peut s'approprier des profits réalisés par le gérant et ceci lorsque trois conditions sont remplies.

La première condition est que le gérant gère l'affaire d'autrui en son propre intérêt. C'est une interprétation large de la notion de la gestion d'affaires d'autrui qui doit prévaloir⁸⁸. C. Chappuis considère que le: "[...] gérant d'affaires au sens de l'art. 423 CO [est] celui qui empiète sur la sphère juridique ou le patrimoine d'autrui dans son propre intérêt [...]"⁸⁹ Il intervient dans le but d'en tirer un profit. Tant la violation d'un droit absolu que celle d'un droit contractuel sont considérées comme un acte empiétant sur la sphère juridique ou le patrimoine d'autrui. De plus, il faut que le gérant ait la volonté d'agir exclusivement ou principalement dans son intérêt⁹⁰.

La deuxième condition se rapporte à l'absence de mandat. Ceci signifie que le gérant n'a pas d'obligation d'agir pour le maître, que ce soit contractuellement ou de par la loi⁹¹.

85 Notamment: TERCIER, *contrats* (2009), § 70; CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 419 à 424; CHAPPUIS, *Enrichissement illégitime* (2004).

86 TERCIER, *contrats* (2009), N 5922.

87 CR-CO-HÉRITIER LACHAT, *Intro art. 419-424*, N 3 à 5.

88 TERCIER, *contrats* (2009), N 6040; CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 423, N 5; CHAPPUIS, *Enrichissement illégitime* (2004), p. 43.

89 CHAPPUIS, *Enrichissement illégitime* (2004), p. 43.

90 TERCIER, *contrats* (2009), N 6041 et 6044; CHAPPUIS, *Remise du gain* (2008), p. 164; CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 423, N 5 ET 6; CHAPPUIS, *Enrichissement illégitime* (2004), p. 44.

91 TERCIER, *contrats* (2009), N 6042; CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 423, N 7.

La troisième et dernière condition concerne la mauvaise foi du gérant. A ce propos, le Tribunal fédéral a considéré que la gestion intéressée “est dite de mauvaise foi lorsque son auteur sait ou doit savoir qu’il s’immisce dans la sphère d’autrui sans avoir de motif pour le faire”⁹². En conséquence, agit de mauvaise foi le gérant qui sait ou aurait dû savoir qu’il gère l’affaire d’autrui en son propre intérêt et qui n’a pas de justification pour le faire⁹³. La nécessité de la mauvaise foi pour pouvoir invoquer une gestion d’affaire sans mandat au sens de 423 CO ne fait pas l’unanimité auprès de la doctrine⁹⁴, bien que cette condition ait été reconnue par notre Haute Cour.

Il s’agit à présent de se demander si l’investisseur pourrait faire valoir une prétention en remise du gain sur la base de l’article 423 CO contre le distributeur afin de récupérer les rétrocessions que ce dernier a reçues. Nous pensons que non, car la condition de la gestion de l’affaire d’autrui n’est à notre avis pas remplie. En effet, il faut la violation d’un droit absolu ou d’un droit contractuel pour considérer que le gérant empiète sur la sphère juridique ou le patrimoine d’autrui et ce n’est pas le cas pour le distributeur de fonds ici considéré.

92 ATF 126 III 69 in CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 423, N 9.

93 CR-CO-HÉRITIER LACHAT, Art. 423, N 9.

94 CHAPPUIS, Remise du gain (2008), p. 158, notes n^{os} 28 et 29.

CHAPITRE 14 : CONFLIT D'INTÉRÊT ET RÉTROCESSIONS : QUELLE SOLUTION ?

I. Quel type de solution ?

Après avoir analysé les différents conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution de fonds, le constat est sans appel : dans l'état actuel de la réglementation, la gestion de ces derniers n'est ni claire ni transparente. Dès lors, il convient de se demander si l'intervention du législateur est nécessaire pour inverser cette tendance et dans l'affirmative, quels seraient les meilleurs moyens pour y parvenir.

Nous avons vu que, en droit suisse, lorsqu'un contrat de mandat est conclu entre les parties, les articles 394 ss CO sont applicables. Ceux-ci offrent une protection satisfaisante de l'investisseur en matière de rétrocessions payées aux distributeurs. En effet, ce dernier peut les conserver si l'investisseur en a été dûment informé et s'il a valablement renoncé à ce qu'elles lui soient restituées (cf. chapitre 13). Cette solution contractuelle présente par contre un certain nombre de limites¹. En effet, premièrement, elle ne couvre que les cas où un contrat de mandat a été conclu.

Dans les législations anglo-saxonnes, comme nous l'avons vu, le devoir de fidélité est ancré dans les droits réels, ce qui permet aux investisseurs non seulement de poursuivre l'intermédiaire pour obtenir des dommages-intérêts, mais aussi d'exiger que tous les profits leur soient reversés. Dans le droit des pays civilistes, une lacune subsiste à ce sujet, car il n'existe aucune voie de droit de ce genre². Même s'il s'agit seulement de cas spécifiques³, en ce qui concerne la Suisse, nous avons analysé l'enrichissement illégitime et la gestion d'affaires sans mandat mais nous sommes arrivés à la conclusion qu'ils ne sont pas pertinents (cf. pp. 206 et 208). Pour l'instant, un droit général au reversement des profits n'a pas encore été reconnu⁴, même si certains auteurs se sont déclarés en sa faveur⁵. La seconde limite de cette solution est que le client doit presque toujours s'engager dans une procédure afin de faire valoir ses droits.

1 Dans ce sens, ZUFFEREY (1999), pp. 232-233.

2 BAHAR/THÉVENOZ (2007), p. 22.

3 *Ibid.*

4 *Ibid.*

5 CHAPPUIS, Restitution (2004).

Etant donné que les instruments contractuels ne suffisent pas à eux seuls à protéger les investisseurs de façon adéquate, la meilleure solution reste de type réglementaire⁶. Cette dernière est d'ailleurs la plus répandue. Comme nous l'avons précédemment évoqué, le droit suisse et le droit communautaire prévoient déjà un devoir général de fidélité qui impose de gérer les éventuels conflits d'intérêts. D'ailleurs, l'intérêt à ce que le devoir de diligence soit inscrit dans les lois sur les marchés financiers et qu'il ne découle pas seulement du contrat réside dans le fait que son respect est ainsi contrôlé par les autorités de surveillance⁷. Par contre, le problème se situe dans la concrétisation de ce devoir général, laquelle est, comme nous l'avons vu, souvent insatisfaisante en ce qui concerne les conflits d'intérêts liés au paiement des rétrocessions.

Cette problématique de la concrétisation du devoir de fidélité a déjà été étudiée en matière de droit des sociétés⁸. J.-N. Druey constate notamment que, dans ce domaine, sa réalisation pourrait se traduire de deux manières distinctes: soit elle serait extrêmement large, au point de n'apporter aucun élément permettant d'appréhender ce devoir autrement que dans les termes dans lesquels il est déjà exprimé; soit elle serait tellement précise, que certains aspects feraient défaut⁹. L'auteur considère qu'une liste exemplative pourrait faire d'une pierre deux coups: la clause générale resterait déterminante, mais elle serait clarifiée par la liste (même si non exhaustive)¹⁰.

Nous pensons que ce type d'approche aurait une réelle efficacité pour le traitement des conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution des fonds. En effet, au principe général imposant le devoir d'éviter les conflits d'intérêts pourrait s'ajouter ceux qui peuvent être considérés comme des moyens appropriés pour la gestion de ces derniers.

Il est toutefois intéressant de remarquer que la FINMA (à l'époque encore CFB), dans son rapport d'août 2008 dans lequel elle analyse plus en détail la problématique des conflits d'intérêts dans la distribution des produits financiers, a conclu que même si les modèles de distribution utilisés entraînent des conflits d'intérêts, les rétrocessions de distribution n'ont qu'une très faible influence négative sur le choix du produit financier¹¹. Cette constatation contredit celle que la même autorité avait déjà avancée quelques années auparavant, à savoir que l'augmentation continue des frais de gestion s'explique principalement par le fait que

6 ZUFFEREY (1999), p. 233.

7 KRUIHOF (2007), p. 308.

8 Sur ce sujet notamment: TRIGO TRINDADE (1999); JACCARD/GOOSENS (2008); DRUEY (2004).

9 DRUEY (2004), pp. 243-244.

10 *Ibid.*

11 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), pp. 2-3.

seuls les fonds prêts à verser des rétrocessions se vendent activement¹². Une autre contradiction tient à sa proposition de transparence accrue pour ce qui est des rétrocessions. Pourquoi la FINMA énonce-t-elle une solution à un problème qui, selon ses propres conclusions, n'existe pas ?

II. Moyens de gestion des conflits d'intérêts liés au paiement des rétrocessions au distributeur

Il existe différentes possibilités de stratégies juridiques afin de gérer les conflits d'intérêts liés au paiement des rétrocessions : l'abstention, l'organisation, la transparence et la restitution. Nous nous proposons de les analyser afin de vérifier si elles sont ou non appropriées à la gestion des conflits d'intérêts qui peuvent naître dans le chef du promoteur et du distributeur du fait du paiement des rétrocessions au distributeur.

A. Abstention

1. Interdiction des rétrocessions

Une première option consisterait à interdire purement et simplement les rétrocessions, en prévoyant un système de rétribution alternatif des distributeurs. Pour éviter que la rémunération de ces derniers ne soit prélevée sur les fonds sous gestion par les promoteurs, ce serait aux investisseurs de payer directement les distributeurs en échange de leurs services. Nous pourrions notamment envisager que les droits d'entrée soient augmentés et qu'ils servent uniquement¹³ à rémunérer les distributeurs. Une autre solution serait que les investisseurs paient directement aux distributeurs leurs services d'intermédiation ainsi qu'éventuellement de conseil. Les avantages d'un tel système se traduisent par sa transparence (car les prix seraient forcément connus des investisseurs, du moment qu'il leur incombe de les payer) et par son effet concurrentiel (entre les différents prix de tous les distributeurs)¹⁴.

¹² CFB, RG 2004, pp. 70-71.

¹³ Il faudrait que le but unique de ce paiement soit indiqué à l'investisseur. Si les commissions d'entrée et/ou de sortie n'étaient utilisées qu'en partie pour le paiement de la distribution, nous retomberions dans la problématique des conflits d'intérêts.

¹⁴ THÉVENOZ (2006), p. 520.

Toutefois, à notre avis, la mise en œuvre de ce type de système est difficilement envisageable. Plusieurs raisons nous font abonder dans ce sens. Tout d'abord, son instauration nécessiterait une véritable refonte du modèle économique lié à l'industrie des placements collectifs, alors que celui-ci demeurerait valable pour d'autres secteurs tels que les assurances¹⁵. Ensuite, il faudrait également convaincre les investisseurs – généralement réticents à payer ces services – des avantages de cette méthode de paiement.

Toujours dans cet esprit, une autre option résiderait dans la régulation du niveau des rétrocessions selon les différentes classes de fonds. Cette solution aurait deux conséquences principales : d'un côté, les promoteurs n'utiliseraient pas le principe de la surenchère des rétrocessions pour inciter des distributeurs à vendre leurs propres fonds ; de l'autre, les distributeurs conseillant à des clients d'investir dans un fonds plutôt que dans un autre ne seraient pas motivés par la rémunération qu'ils pourraient en retirer, mais bien par le fait de fournir à ces derniers un produit financier de qualité et correspondant à leurs besoins¹⁶. Mais dans les économies libérales, les prix imposés ont en général une mauvaise réputation et ne sont pas considérés comme des moyens aptes à garantir l'efficacité du marché^{17, 18}.

L'interdiction, qu'elle soit totale ou partielle, est ainsi une méthode radicale qui touche au principe constitutionnel de la liberté économique et peut engendrer des effets collatéraux non désirables. De plus, elle suppose un intérêt public suffisant afin de respecter le principe de proportionnalité. Tout comme la FINMA, nous sommes convaincus que celle-ci ne constitue pas une bonne approche¹⁹.

2. Limitation des rétrocessions

Une autre possibilité consisterait à réglementer les produits pouvant être offerts au grand public²⁰, de façon à autoriser seulement des produits possédant une "structure incitative" et une "tarification" simples et transparentes. Par contre, cette segmentation aurait une incidence pour l'acheteur, qui se verrait proposer deux fois le même produit, mais avec des pressions de marché et des prix différents. Ainsi, le produit "grand public", le seul pouvant être acquis par l'investisseur non professionnel, deviendrait plus cher que celui qui serait réservé à ce dernier²¹.

15 *Ibid.*

16 THÉVENOZ (2007), p. 351.

17 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 80.

18 Dans ce registre, Cox parcourt des décisions des cours américaines qui, à son avis, n'ont su ni régler le niveau des rémunérations, ni bloquer leur ascension, in COX/PAYNE (2005), pp. 916 à 925.

19 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 80.

20 Entendu en opposition avec les investisseurs qualifiés ou professionnels.

21 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 32.

Ce phénomène est déjà visible dans l'industrie des fonds, où un même fonds peut se composer de plusieurs compartiments différents, chacun destiné à une catégorie d'investisseurs. Pour les investisseurs qualifiés, ces compartiments offrent déjà des frais de gestion généralement moins élevés, en raison des sommes importantes qu'ils placent et du fort pouvoir de négociation dont ils disposent.

Selon la FINMA, imposer cette méthode poserait aussi un problème de classification des clients. Si celle-ci était réalisée en se fondant sur la taille du patrimoine ou le volume des transactions (comme c'est d'ailleurs le cas dans MiFID), elle pourrait rapidement être en totale inadéquation avec la classification réelle de l'investisseur et s'avérer, en conséquence, arbitraire²². Nous ne pensons pas non plus que cette méthode soit à prendre sérieusement en compte.

B. Organisation²³

Comme nous l'avons vu en exposant le devoir de diligence, la réglementation en matière de placements collectifs ne précise pas dans les détails la manière de gérer l'organisation des fonds, des promoteurs et des distributeurs. Elle a plutôt voulu fixer un standard minimum afin de garantir le respect des lois applicables. Ces intermédiaires doivent donc veiller à mettre en place une organisation optimale. Celle-ci doit être décrite dans un règlement d'organisation, qui doit prévoir notamment la gestion des risques, le système de contrôle interne et la *compliance* (cf. p. 112). Tous les moyens organisationnels nécessaires à l'assurance du bon fonctionnement des fonds et à l'intérêt des investisseurs doivent être mis en œuvre²⁴. Mais en même temps, les intervenants restent libres, dans la limite du cadre législatif, d'établir l'organisation qu'ils estiment adaptée à leurs exigences. Pour les Etats de l'UE, MiFID prévoit que les intermédiaires financiers doivent mettre sur pied des politiques et procédures internes afin de déceler d'éventuels conflits d'intérêts. Et si celles-ci ne peuvent offrir la garantie que les intérêts du client ne risquent pas d'être atteints, alors l'entreprise d'investissement se doit de l'en informer²⁵. Nous sommes convaincus qu'une bonne organisation permet de résoudre efficacement les conflits d'intérêts. Néanmoins, le problème réside dans le fait que pour l'investisseur, il est très difficile, voire impossible, de vérifier si les mesures mentionnées ont réellement été prises ou si elles fonctionnent correctement.

²² *Ibid.*

²³ Sur le sujet de la gouvernance au sens large : Iosco, Report CIS I(2006), et Iosco, Report CIS II (2006).

²⁴ OCDE, White paper (2005), p. 158.

²⁵ KUMPAN / LEVENS (2008), p. 88.

En ce qui concerne particulièrement les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution, nous voyons mal comment ce type de formule pourrait résoudre les conflits naissants par rapport au paiement des rétrocessions. Pour ce qui est de l'organisation du distributeur, une possibilité consisterait à dissocier les intervenants qui décident de l'investissement à réaliser pour le client de ceux qui comptabilisent et facturent (*chinese wall*); mais l'idée que les premiers ne connaissent pas la composante de la rémunération liée aux produits vendus – surtout lorsque leur propre rémunération en dépend – nous semble irréaliste.

Cette option est peut-être envisageable dans certaines structures (comme les grandes banques), où la rémunération des conseillers à la clientèle (qui ont le contact avec le client) et le chiffre d'affaires total de leur département ne sont pas liés aux rétrocessions touchées par la société. D'ailleurs, même MiFID, qui a basé son système de résolution des conflits d'intérêts sur la prise de mesures organisationnelles ou administratives efficaces, considère qu'en matière de rétrocessions, cette pratique n'est pas suffisante; elle exige donc la transparence. Pour cette raison, nous ne sommes pas convaincus que l'obligation d'introduire des procédures strictes alourdissant l'administration de l'intermédiaire puisse constituer une méthode performante, à elle toute seule, de gestion des conflits d'intérêts relatifs à la rémunération.

En ce qui concerne les promoteurs, une option pourrait consister dans le renforcement des systèmes organisationnels, ce qui leur assurerait davantage d'indépendance. Cette approche est empruntée – comme souvent – aux Etats-Unis, qui utilisent des *independent directors*. Comme l'expression l'indique, il s'agit de membres de la direction "indépendants" par rapport au fonds lui-même ou à ses gestionnaires (la SEC a d'ailleurs augmenté leur proportion: ils représentent aujourd'hui les trois quarts du total des directeurs)²⁶. Ils sont notamment chargés de contrôler le processus des rétrocessions. Mais ce type de choix engendre une difficulté: comment établir les caractéristiques d'un membre indépendant et déterminer le cadre de ses contrôles, notamment concernant la transparence ou le niveau des rétrocessions? A nouveau, nous ne pensons pas qu'un tel alourdissement des règles en matière d'organisation soit une bonne solution, d'autant plus que d'une part, nous estimons qu'il est nécessaire de conserver un système organisationnel relativement souple, afin de permettre à chaque intervenant de l'adapter au mieux à sa taille et à ses besoins, et que d'autre part, nous voyons mal comment l'indépendance de certains dirigeants de fonds pourrait être garantie. En effet, le lien entre les dirigeants et le fonds ne fait aucun doute, ne serait-ce que concernant le paiement des salaires de ces derniers.

²⁶ COX/PAYNE (2005), p. 908.

Certes, l'exigence de mise en place d'une organisation adéquate est très importante et permet, dans un certain nombre de cas, de résoudre bien des problèmes. Cependant, à notre avis, elle ne constitue pas un élément probant pour l'investisseur, qui n'a aucun moyen d'identifier les conflits d'intérêts liés à la rémunération et leur prise en charge. Cette exigence à elle seule est donc, selon nous, loin d'être suffisante.

C. *Transparence*

En partant du présupposé que, d'un côté, les conflits d'intérêts sont intrinsèques aux marchés financiers ou, mieux encore, à la présence d'intermédiaires qui ont à leur charge un devoir de diligence, et que, de l'autre, le but doit davantage consister à les rendre inoffensifs pour l'investisseur qu'à vouloir les éradiquer, nous pensons que la meilleure option se rapporte à la transparence accrue²⁷. Le client a en effet le droit de savoir quand et dans quelles circonstances il peut survenir un risque que son intérêt ne prime pas. Une fois au courant du conflit potentiel, les investisseurs pourraient librement déterminer si celui-ci est acceptable à leur niveau et décider de poursuivre la transaction ou, au contraire, de l'arrêter²⁸.

L'un des problèmes principaux par rapport au bon fonctionnement du système concerne l'asymétrie de l'information²⁹. Cette notion signifie que dans une opération donnée, une partie possède plus d'informations que l'autre, soit de par son éducation, soit de par son expérience³⁰. D'ailleurs, si les investisseurs font appel à des intermédiaires financiers, c'est notamment parce que ces derniers détiennent – ou sont supposés détenir – davantage d'informations. Mais étant donné que l'investisseur est moins bien informé, il lui est plus difficile de vérifier si l'intermédiaire déploie son rôle avec diligence et en protégeant ses intérêts. Cette structure du marché ne fait qu'augmenter le risque de conflits d'intérêts³¹. La transparence est donc censée réduire l'asymétrie de l'information³², et ceci vaut aussi en matière de fonds.

Nous avons vu que les problèmes de conflits d'intérêts dans le domaine des fonds découlent principalement de l'utilisation des rétrocessions, et ce à tous les niveaux. Si l'on transpose le raisonnement exposé ci-dessus aux rétrocessions,

27 NAHUM (2002), p. 25 ; OCDE, White paper (2005), p.153 ; BAND/ANDERSON (2006), p. 9.

28 THÉVENOZ (2007), p. 352 ; BAND/ANDERSON (2006), p. 9.

29 CROCKETT/HARRIS/MISHKIN/WHITE (2004), p. 2.

30 BOSSARD (1999), p. 164.

31 *Ibid.*

32 KUMPAN/LEVENS (2008), p. 89.

l'on peut déduire que les parties sont libres de prévoir une rémunération fondée sur un système de rétrocessions. Mais pour ce faire, les investisseurs – qui par définition ne disposent que des informations que les promoteurs et les distributeurs leur ont fournies – doivent en être dûment informés au préalable. Un investisseur ayant pris connaissance de la manière dont est utilisée la commission de gestion à la charge du fonds et sachant quelle partie de celle-ci est employée pour payer les rétrocessions, pourrait ainsi faire un meilleur choix d'investissement. Au lieu de se reposer uniquement sur la performance, il serait déjà en mesure de comparer les coûts de distribution des différents fonds. L'information concernant les rémunérations devrait donc permettre aux investisseurs d'appréhender l'impact de celles-ci sur la performance du fonds. Pour cette raison, les détails de ses composantes sont importants³³.

Le *Bundesgericht* allemand a d'ailleurs considéré :

*"[...] muss eine Bank, die Fondsanteile empfiehlt, aber darauf hinweisen, dass und in welcher Höhe sie Rückvergütungen aus Ausgabeaufschlägen und Verwaltungskosten von der Fondsgesellschaft erhält."*³⁴

La FINMA, consciente que l'augmentation importante des commissions de gestion est principalement due à la hausse constante des rétrocessions, avait décidé de régler le problème par le biais de la transparence dans les coûts liés aux fonds. En effet, elle considérait que c'était le meilleur moyen de protéger les investisseurs et de stimuler la concurrence³⁵. C'est sur cette base qu'elle avait mandaté la SFA afin d'édicter sa directive transparence. Cependant, celle-ci n'a pas eu le résultat escompté, car la mise en œuvre de sa partie la plus importante, qui imposait la publication, dans le règlement et le prospectus, des taux effectifs ou maximaux des trois éléments composant la commission de gestion, a été suspendue. Il s'agissait de la rémunération des activités de direction, de la gestion d'actifs et de la commercialisation, c'est-à-dire la distribution. Notons que chacun de ces éléments était défini par une liste de "tâches classiques" qui les identifiaient. Il aurait été possible d'indiquer des taux maximaux, mais leur total ne devait pas être supérieur de plus de 50% au taux de la commission de gestion. Dans un tel cas de figure, les rapports semestriels et annuels auraient dû préciser les taux effectivement pratiqués. Etant donné que cette directive n'est pas appliquée en ce qui concerne les points susmentionnés, il n'y a aucune obligation d'informer les investisseurs quant aux rétrocessions payées sur la commission de gestion. A notre avis, c'est une situation à laquelle il faudrait mettre un terme.

³³ IOSCO (2004), p. 4.

³⁴ BUNDESGERICHTSHOF, XI ZR 56/05 du 19 décembre 2006.

³⁵ CFB, RG 2005, pp. 70-71.

Mais il convient également d'examiner les arguments se posant contre une transparence accrue dans le domaine des fonds. Premièrement, il a été souvent mis en avant que les investisseurs ne s'intéressent qu'à la performance et à l'impact que le coût total du fonds peut engendrer sur celle-ci. Ils ne sont en réalité pas concernés par la composition de ces coûts et en conséquence, l'actuel niveau d'information est suffisant³⁶. Aujourd'hui, la plupart des investisseurs *retail* ne prennent pas une part active dans la recherche de leur investissement ; ils achètent un produit qu'ils choisissent parmi ceux qui leur sont proposés par leur intermédiaire financier, en général leur banque³⁷. Ce comportement serait probablement similaire s'ils disposaient de plus amples informations³⁸. Deuxièmement, le principe de transparence pourrait aussi avoir comme conséquence le nivellement des rétrocessions vers le haut. En effet, tous les distributeurs dont le taux de rétrocession est plus faible que les autres pourraient vouloir le renégocier avec les promoteurs³⁹.

En ce qui concerne le premier argument en défaveur d'une transparence accrue, il est évident que ce principe à lui seul ne suffit pas. La solution consisterait à faire évoluer le comportement des investisseurs, ou du moins à leur donner les moyens de comprendre (cf. § b). Après leur avoir fourni tous les éléments pour évaluer au mieux leur investissement, ils sont maîtres de leur choix et si les informations relatives à la composition des coûts ne les intéressent pas, ils ne les utiliseront pas. Pour ce qui est du deuxième, les taux de rétrocessions dépendent de nombreux facteurs (cf. chapitre 5). Les distributeurs, qui sont des professionnels, en sont parfaitement conscients et connaissent déjà les fourchettes des taux utilisés aujourd'hui. Ce ne serait sûrement pas une surprise à ce niveau⁴⁰.

La FINMA (à l'époque encore CFB) a ainsi considéré que les arguments des intermédiaires favorisant les rétrocessions comme moyen de rémunération "sont concluants", même si un problème se pose par rapport au manque d'informations plus précises concernant les coûts liés à la commission de gestion. Elle estime aussi que le montant des distributions (225 millions sur 525 milliards de francs suisses de volume de marché des fonds) ne représente que 7,6% du rendement total⁴¹. Nous approuvons la première observation : les rétrocessions sont une nécessité pour les intermédiaires et le problème à leur niveau découle du manque de transparence. D'ailleurs, dans son rapport d'août 2008, la FINMA (à l'époque encore CFB) a proposé, comme solution à la problématique des rétrocessions, ce

36 THÉVENOZ (2007), p. 357.

37 *Ibid.* ; WYMEERSCH (2007), p. 266.

38 THÉVENOZ (2007), p. 357.

39 *Ibid.*

40 *Ibid.*

41 CFB, Rapport conflits d'intérêts (août 2008), p. 74.

même principe de transparence accrue. Par contre, la deuxième observation nous laisse perplexes : l'impact économique des rétrocessions a-t-il une réelle influence sur le fait qu'elles puissent créer une situation de conflit d'intérêts ? Par ailleurs, nous aimerions présenter d'autres chiffres : l'UE a estimé que dans le domaine des fonds, les frais liés à la distribution sont la plus importante composante des coûts (ils varient entre 46% et 75% des coûts totaux)⁴². Ce point de vue est beaucoup plus parlant.

Il va de soi que la transparence n'est pas non plus une solution miracle. Les investisseurs ne tiendront pas forcément toujours compte de l'impact du conflit qui a été dévoilé⁴³. De plus, elle pourrait susciter chez les intermédiaires une tendance à "en faire trop", dès lors que leur activité est transparente⁴⁴. Mais nous pensons que la *disclosure* de toutes les informations concernant les commissions et les rétrocessions qui en découlent – imposée par la loi ou par l'autorité de surveillance – est le meilleur moyen d'obtenir un système de rémunération équitable et efficace pour la gestion d'éventuels conflits d'intérêts⁴⁵. La transparence protège l'investisseur et aussi l'intermédiaire, qui ne pourra pas se voir reprocher son comportement⁴⁶ (dans notre cas, sa rémunération).

Il est vrai qu'en conséquence de cela, la transparence serait applicable à toutes les rémunérations payées, en dépit de la survenance d'un conflit d'intérêts. En effet, dans les situations d'*execution only* par exemple, ce type de conflit n'existe pas, en tout cas pas dans le chef du distributeur, car il n'est pas appelé à s'occuper des intérêts de l'investisseur. Par contre, chaque fois que le distributeur sera soumis à la LPCC, il devra quand même respecter ce devoir de transparence. Par contre, dans une logique plus globale de protection de l'investisseur, le fait qu'un plus grand nombre d'informations lui soient dévoilées, même en l'absence d'un conflit d'intérêts, ne nous semble pas être un facteur dérangeant.

1. Le niveau de la transparence

Il est intéressant de voir à quel niveau cette information supplémentaire devrait être donnée. Pour l'instant, toutes les informations en matière de fonds sont spécifiées au niveau du produit par le biais du contrat de fonds, du règlement, du prospectus et du prospectus simplifié. Comme nous l'avons vu dans les chapitres précédents, que ce soit en droit suisse ou en droit communautaire, ces documents

42 COMMISSION CE (2006), p. 12.

43 KRUIHOF (2007), p. 277 ; CAIN / LOEWENSTEIN / MOORE (2005), pp. 4-5.

44 CAIN / LOEWENSTEIN / MOORE (2005), pp. 5-6.

45 OCDE, White paper (2005), pp. 156-157.

46 WYMEERSCH (2007), p. 267.

sont à l'heure actuelle les véhicules de l'information concernant les coûts et les frais. Par contre, ils ne sont pas tenus d'indiquer le montant de ces rétrocessions.

L'on pourrait ainsi envisager que la transparence sur les rétrocessions s'applique aussi au niveau du produit. Ce principe permettrait à l'investisseur de comparer les données des différents fonds, hormis le fait que la rémunération précise accordée au distributeur ne serait pas indiquée⁴⁷, car au moment de la rédaction, elle ne serait pas connue. Alors, la *disclosure* réalisée au niveau du produit oblige le promoteur à divulguer d'éventuelles variations dans les montants des rétrocessions, même si cet effet se perd – en tout cas en partie – lorsque la divulgation est effectuée par le biais de montants maximums (comme ceux qui étaient originellement prévus par la directive transparence de la SFA) et que la variation se maintient dans le barème indiqué⁴⁸. Cette transparence des rétrocessions présente ainsi l'avantage de faire jouer la concurrence entre les différents fonds ou classes, obligeant les promoteurs à agir sur les commissions de gestion pour attirer les investisseurs. Quant à son inconvénient, il est aussi de type concurrentiel ; en effet, cette transparence pourrait être rendue obligatoire seulement lorsque les produits pris en considération sont soumis à surveillance, ce qui exclurait tous les autres (par exemple les produits structurés). Ces derniers se verraient donc avantagés, car la transparence a un coût qu'ils n'auraient donc pas à supporter.

L'autre mode d'information concerne la *disclosure at the point of sale*. Dans ce cas, l'information est donnée directement par le distributeur à son client. Si le distributeur était amené à dévoiler les rétrocessions qu'il touche lors de la distribution de placements collectifs, plusieurs questions se poseraient alors au sujet de son étendue (une information précise pour chaque produit ou plus générale, par exemple des fourchettes par catégories de produits), du moment (au moment de la transaction ou après) et des modalités (information obligatoire ou sur demande)⁴⁹. Pour ce qui est de son étendue, l'information transmise devrait permettre à l'investisseur de se faire une idée claire quant aux montants perçus. Une indication des "paramètres de calcul" et des "fourchettes de valeurs" (comme le prévoit la circulaire FINMA 09/1 sur les règles-cadres en matière de gestion de fortune), ou encore la mention des montants perçus au cours des années précédentes (comme l'a indiqué le *Handelsgericht*) nous semblent constituer des solutions tout à fait acceptables. Cette information devrait être obligatoire. L'objectif serait de permettre au client de déterminer l'impact économique que le choix de l'investissement impliquerait pour le distributeur et, à la différence de la transparence concernant le produit, cette approche a pour but la comparaison des prestataires et non des

47 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 81.

48 THÉVENOZ (2007), p. 353.

49 CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 82.

produits eux-mêmes⁵⁰. Si une information de ce type est neutre du point de vue du produit, de l'autre côté, elle n'indique pas les coûts totaux liés à celui-ci⁵¹. Le fait de publier ces informations pourrait créer davantage de concurrence entre les distributeurs, qui n'auraient alors le choix qu'entre *comply or explain*. Ainsi, soit ils reverraient leurs frais à la baisse pour soutenir la concurrence, soit ils devraient justifier leurs frais plus élevés afin de convaincre les investisseurs. Si baisser le taux de rétrocessions influence de manière négative leur propre rétribution, ils pourront toujours négocier avec l'investisseur une rémunération additionnelle⁵². L'inconvénient de cette approche est qu'elle ne serait valable que pour les distributeurs soumis à surveillance ; les autres seraient exclus de son champ d'application. Cette situation créerait une distorsion et une augmentation des coûts que seuls les premiers auraient à supporter. Force est de constater que les investisseurs, une fois habitués à disposer de cette information, pourraient la demander aussi aux distributeurs qui pourtant ne seraient pas obligés de la divulguer de par la loi.

Les deux manières de fournir l'information sur les rétrocessions ont été déjà mises en œuvre respectivement par les USA, lesquels ont choisi la transparence au niveau du produit, et par l'Union européenne, laquelle a préféré la transparence au *point of sale*.

En ce qui concerne les USA, la SEC a choisi l'information donnée par le promoteur et elle a introduit, dès 1980, la "*rule 12b-1*", relative précisément à l'utilisation directe ou indirecte des actifs du fonds afin de rémunérer la distribution. Cette règle vise les commissions payées par le fonds afin de couvrir les coûts liés au marketing et à la vente des parts et, selon les cas, les frais correspondant aux conseils aux investisseurs⁵³. La rémunération par le biais des rétrocessions est ainsi autorisée seulement si le fonds a adopté un plan (*12b-1 plan*). La SEC a ensuite rendu obligatoire la présentation d'un tableau mentionnant séparément les rétrocessions payées à la distribution. Aux USA, les coûts relatifs aux fonds doivent être revus au minimum une fois par an. Cette révision inclut notamment une analyse des frais de gestion et des coûts de distribution (règle 12b-1) concernant des fonds possédant des qualités similaires⁵⁴.

Pour ce qui est de l'UE, comme nous l'avons déjà vu, c'est MiFID qui a instauré la transparence au *point of sale*. En conséquence, pour l'analyse des modalités, nous renvoyons le lecteur au chapitre 12.

Les deux systèmes ont des qualités. En Suisse, si l'intervention du législateur ou du régulateur s'opérait en faveur d'une transparence au niveau du produit,

50 *Ibid.*

51 *Ibid.*

52 THÉVENOZ (2007), p. 356.

53 SEC, Fees.

54 FUNDINDUSTRY (26 septembre 2005), p. 2.

comme celle qui avait initialement été prévue par la SFA, trois avantages pourraient être dégagés. Premièrement, cette option permettrait de toucher tous les fonds suisses et étrangers soumis à autorisation, lesquels sont plus faciles à déterminer que les distributeurs soumis directement ou indirectement à la LPCC. Cette possibilité laisserait beaucoup moins de place aux doutes et au vide. Deuxièmement, il y aurait une correspondance avec le système tel qu'il est conçu, toutes les informations concernant le fonds étant indiquées dans la documentation que le distributeur remet aux investisseurs. Par contre, ce type d'information ne préciserait pas exactement la somme perçue par le distributeur, étant donné qu'elle est exprimée par le biais de montants ou de pourcentages maximaux. Troisièmement, les promoteurs pourraient être responsabilisés lors de la négociation du taux de rétrocession, du fait de devoir l'indiquer dans les documents du fonds.

De l'autre côté, il ne faut pas oublier que selon nous, tous les distributeurs mandataires de l'investisseur lui doivent une information plus précise concernant les rétrocessions – du fait de l'application de l'article 400 al. 1 CO – et qu'ils devraient en tout cas y être obligés. Dans un souci d'uniformisation, il conviendrait peut-être que tous les distributeurs soient soumis à une telle obligation (d'autant plus que cette méthode est déjà préconisée en matière de gestion de fortune). D'ailleurs, la SFA, dans sa prise de position sur le rapport traitant des conflits d'intérêts, s'est déclarée en faveur de cette procédure. Elle a en effet estimé que d'un côté, la fourniture d'informations supplémentaires sur le produit serait inadéquate et superflue, et que de l'autre côté, il faudrait qu'elle soit généralisée à tous les produits financiers, et pas seulement aux fonds⁵⁵.

En réalité, choisir entre l'un ou l'autre n'est pas, à notre avis, le point essentiel. Ce qui est important en revanche, c'est de *décider* de donner cette information, que ce soit au niveau du produit ou du *point of sale*. Par contre, quel que soit le degré de transparence, la réelle efficacité de celle-ci passerait par l'extension de son application à tous les produits (et pas seulement aux fonds) ou à tous les distributeurs (et pas seulement à ceux qui sont soumis à autorisation ; ceci dans un souci de concurrence et de protection de l'investisseur).

2. Transparence ex ante ou ex post

L'information *ex ante* correspond à l'information fournie à celui que nous appellerons "l'investisseur en devenir". Elle est spécifiée dans le prospectus. A l'instar de la directive proposée par la SFA, elle est donnée par le biais de montants maximaux, étant entendu que les chiffres exacts ne sont généralement pas encore

⁵⁵ Circ. SFA 30/08.

connus⁵⁶. Une information concernant les rétrocessions accordées au distributeur, comme le prévoit MiFID, est aussi une information *ex ante*, car elle est transmise au client avant que l'investissement ne soit effectif.

Quant à l'information *ex post*, elle est fournie à l'investisseur qui a déjà réalisé la transaction. Elle est mentionnée par exemple dans les rapports semestriels et/ou annuels.

Bien que la transparence *ex ante* et la transparence *ex post* jouent des rôles différents, les deux revêtent une grande importance. Alors que la première sert à donner une idée, la deuxième s'attache à la préciser. Nous pensons qu'elles sont toutes deux nécessaires, surtout lorsque le choix se porte sur une transparence au niveau du produit. En effet, dans ce cas, l'information *ex post* permet de se rendre compte du montant maximal payé pour la distribution, et c'est sur cette base que l'investisseur pourra effectuer ses calculs.

3. Modalités de la transparence

Si la transparence est sûrement une voie à suivre, un problème supplémentaire y demeure toutefois rattaché : il se trouve que "trop d'information noie l'information". L'efficacité de l'information dépend de l'utilisation que les investisseurs sont capables d'en faire⁵⁷.

La question est donc de savoir quel avantage ces derniers retireraient de la mise à disposition de renseignements supplémentaires. En effet, bénéficier d'informations est une chose, mais savoir les analyser, les intégrer et réagir en conséquence en est une autre. Les clients n'ont pas forcément les moyens, le temps et les connaissances pour appréhender toutes les données. En fait, la transparence à elle seule ne conduit pas forcément à une baisse des prix ou à de meilleures prestations⁵⁸. Par contre, il est évident que l'analyse des divers éléments inhérents à toute transaction est parfois complexe ; elle n'est donc pas à la portée de tout le monde, les facteurs temps et connaissances jouant de plus un rôle fondamental⁵⁹. En effet, en particulier lorsque le choix se porte sur une information au niveau du produit, il existe un risque que les prospectus des fonds ou autres documents contenant ces renseignements deviennent illisibles (s'ils ne le sont pas déjà !), laissant ainsi planer un doute quant à leur réelle utilité. Selon nous, pour que cette solution soit efficace, il faut commencer par étudier la manière dont cette information doit être fournie, pour en quelque sorte "éduquer" les investisseurs. En

⁵⁶ THÉVENOZ (2007), pp. 358-359.

⁵⁷ CAIN / LOEWENSTEIN / MOORE (2005), p. 89.

⁵⁸ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 26.

⁵⁹ *Ibid.*

d'autres termes, ils doivent apprendre à utiliser les moyens mis à leur disposition et à traduire l'information en une donnée qui leur est compréhensible (§ b)⁶⁰.

a) Modalités de l'information

Le besoin des investisseurs se porte très certainement sur des documents courts et faciles à lire, ce qui ne va pas forcément de pair avec la notion d'information exhaustive. A ce propos, l'*International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO)⁶¹ a considéré que les caractéristiques de cette information devraient être la simplicité, la brièveté et la clarté du langage. Il n'est donc pas nécessaire de fournir certains détails, du moment que les investisseurs ne s'y intéressent pas. L'information devrait être transmise sur la base de tableaux standardisés indiquant clairement la source des différentes rémunérations (commissions de gestion ou autre).

Pour l'information diffusée au niveau du produit, en Suisse et en Europe, le moyen utilisé jusqu'à aujourd'hui est le prospectus simplifié⁶², dont la mise en place voulait déjà répondre, en son temps, à un besoin toujours plus important d'informations. Il y a quelques années, IOSCO écrivait, à propos du prospectus simplifié⁶³:

“Much of the domestic regulation relating to simplified prospectuses is designed to ensure that these documents are clear, concise, understandable and well-organized and contain the most important information that an investor would consider in making an investment decision. Investors should be encouraged to read and consider the contents of a simplified prospectus through the application of plain language principles and concise and standardized formats. Efficient and concise prospectus disclosure of pertinent information by a CIS to investors is linked directly with investor protection and is indirectly associated with investor education. CIS regulators, in requiring CIS to provide disclosure in a standardized and simplified format, aim to ensure investors can achieve an appropriate understanding of their proposed investment, including their rights and the relationship between risk and return for that CIS investment. Through simplified disclosure, investors can also better compare their investment options, particularly when information about CIS in the same family of CIS is provided in a standardized format together in one document. Investors need tools to evaluate whether a particular CIS is an appropriate investment for them and the level of risk to which they may be exposed. Disclosure documents that clearly and concisely state information that investors should

60 OCDE, White paper (2005), p. 157; OCDE, Education (2005).

61 IOSCO (2004), p. 3.

62 Le prospectus sera remplacé, à partir de juillet 2011, par les informations clés pour investisseurs (art. 78 dir. OPCVM IV).

63 IOSCO (2002).

consider when they make investment decisions can lead to more informed decision-making by those investors.”

Par contre, le prospectus simplifié est loin d’avoir été une réussite ; la Commission de l’UE⁶⁴ avait constaté ses lacunes s’agissant des buts recherchés. Il est souvent trop long ou mal compris par les investisseurs. De plus, la transposition du texte le concernant n’a pas été menée à bien⁶⁵ et par conséquent, il n’a pas été suivi dans la pratique. Le résultat a consisté en des prospectus simplifiés longs, de faible valeur ajoutée pour les investisseurs et générant des frais supplémentaires par rapport aux fonds. Mais en dépit de ces dysfonctionnements, les investisseurs sont demandeurs de “documents d’information standardisés et normalisés”. Pour ces raisons, il est nécessaire de restructurer le prospectus simplifié, afin qu’il puisse présenter “un descriptif court et aisément compréhensible des frais, risques et performances attendues [et] qui soit d’une pertinence immédiate pour l’investisseur final”⁶⁶. La Commission de l’UE a donc proposé des modifications⁶⁷ qui ont été adoptées par la nouvelle directive OPCVM IV. Ces nouvelles dispositions ont pour but la simplification de la nature des informations fournies aux investisseurs et de leurs conditions de communication. Le prospectus simplifié, qui doit être remis gratuitement avant la conclusion du contrat, sera remplacé par le concept d’“informations clés pour l’investisseur”. Par contre, la commission doit encore établir les mesures d’exécution qui préciseront le contenu et la forme de ce document. Il s’agirait d’un document succinct (le CESR propose un maximum d’une page *recto verso*), rédigé de manière claire et explicite et présenté sous un format accessible. Il contiendrait les informations clés pour l’investisseur, lesquelles seraient valables dans tous les Etats membres. Ces dernières devraient consister en des renseignements concernant les caractéristiques essentielles de l’investissement proposé, et indiquer comment et où les investisseurs peuvent obtenir des informations supplémentaires sur le produit et certaines modalités pratiques. Dans les propositions actuelles du CESR, la commission de gestion doit être précisée par rapport à son total maximal, et non dans ses différentes composantes⁶⁸.

Si le choix penche pour une transparence au niveau du produit, nous pensons qu’un document de ce type serait très utile, à condition naturellement qu’il indique les composantes de la commission de gestion. En effet, si celles-ci sont

⁶⁴ COMMISSION CE (2006), p. 11 ss.

⁶⁵ Recommandation de la Commission, du 27 avril 2004, concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l’annexe I de la directive 85/611/CEE du Conseil.

⁶⁶ COMMISSION CE (2006), p. 11 ss. La commission suggère d’ailleurs d’agir sans attendre la modification de la directive OPCVM et de prendre sans délai des mesures concrètes, même si le caractère contraignant leur serait donné dans un deuxième temps par la directive.

⁶⁷ COMMISSION CE (16.07.2008).

⁶⁸ CESR (février 2008), p. 47 ss.

mentionnées seulement dans le prospectus, il y a de fortes chances que les investisseurs ne les remarquent pas au milieu de la masse d'informations émises dans ce cadre.

Par contre, si le choix d'une transparence des rétrocessions s'oriente vers le *point of sale*, il serait tout aussi indispensable que cette information soit donnée par écrit, sur un support durable, et qu'elle soit parfaitement identifiable par le client. S'il ne nous paraît pas nécessaire d'élaborer un document *ad hoc*, il conviendrait néanmoins que son contenu soit clairement établi par le législateur, afin d'atteindre une harmonisation globale.

b) Education des investisseurs

Bien évidemment, la solution de la transparence, que nous avons abondamment évoquée et qui nous semble la seule possibilité efficace et vraiment envisageable, n'aura pas l'impact escompté si l'on ne fournit pas aux investisseurs les moyens nécessaires pour la comprendre et l'utiliser.

Par exemple, le rapport d'un groupe de travail que l'AMF⁶⁹ a réalisé à ce sujet, a mis en évidence que les français sont peu familiarisés avec les produits financiers et les problématiques qui en découlent. Suite à ce constat, un autre groupe de travail a présenté des propositions concrètes pour y remédier, dont la création d'un institut⁷⁰. L'OCDE, pour sa part, a établi que la situation n'est pas très différente dans les autres pays⁷¹. L'organisme a constaté que généralement, non seulement les particuliers ne connaissent pas bien les produits financiers, mais qu'en plus, ils sont convaincus du contraire⁷². Il a par ailleurs édicté des "principes et bonnes pratiques relatifs à la sensibilisation et l'éducation financière"⁷³ et a dédié un site Internet spécial au sujet⁷⁴. Dès 2002, IOSCO a aussi publié un rapport à cet égard⁷⁵, lequel s'appuie sur l'expérience acquise par différents régulateurs dans leurs pays respectifs. Il en ressort six principes généraux qui militent en faveur de la création de programmes d'éducation des investisseurs et qui en donnent les lignes directrices : (i) l'éducation des investisseurs aide les régulateurs dans leur but de protection des investisseurs ; (ii) l'éducation des investisseurs ne peut pas remplacer la surveillance des fonds par le régulateur ; (iii) l'éducation des investisseurs peut prendre différentes formes selon les exigences et les ressources du

69 AMF (2004) ; STEVANT (2006), p. 45.

70 AMF (2005).

71 OCDE (2006), p. 4.

72 *Ibid.*, p. 2.

73 OCDE, Education (2005).

74 www.financial-education.org.

75 iosco (2002).

régulateur et selon l'expérience et le degré de sophistication des investisseurs; (iv) une approche unique n'est pas indiquée; (v) le régulateur doit bien opérer une distinction entre éducation des investisseurs et conseil aux investisseurs; et enfin, (vi) le régulateur doit garder son indépendance vis-à-vis des intervenants au marché.

Nous n'avons pas l'intention de nous pencher plus longuement sur ce sujet, qui mérite des développements bien plus conséquents. Toutefois, une remarque finale s'impose. Dans le futur, nous pouvons nous attendre à ce que de plus en plus de non-professionnels investissent leur argent dans des produits financiers (plus ou moins risqués selon la mode et l'euphorie du marché). Qui plus est, il s'agira pour ces personnes – à l'instar de la tendance actuelle – d'épargner en vue de leur retraite, ce qui implique des enjeux très importants; d'où la nécessité de mettre à leur disposition les moyens de choisir leurs placements en toute conscience. Mais pour les protéger, il ne suffit pas d'agir sur l'environnement financier; il faut aussi les amener à appréhender l'impact que peuvent engendrer leurs actes et le comportement des intermédiaires. Ils doivent également se rendre compte qu'en cas d'incompréhension ou de manque de connaissance vis-à-vis d'un produit ou service, alors il est préférable pour eux, soit de s'abstenir, soit de faire appel à un professionnel. La tâche est donc loin d'être simple.

D. Restitution des rétrocessions reçues

L'analyse de la problématique des rétrocessions en droit privé suisse nous a permis de conclure qu'en présence d'un contrat de mandat entre le distributeur et l'investisseur, l'article 400 al. 1 CO est applicable. En conséquence, les rétrocessions sont soumises à un devoir de reddition de compte et à défaut, elles doivent être restituées (cf. chapitre 13).

La FINMA, de son côté, précise que si l'on appliquait la jurisprudence fédérale concernant la restitution des rétrocessions en faveur des investisseurs dans le domaine des fonds, cette disposition devrait être valable pour tout mandant⁷⁶. Nous ne voyons pas d'objection à cela. En effet, il n'y a aucune raison de ne pas appliquer l'article 400 al. 1 CO chaque fois que ses conditions sont remplies. La FINMA constate que les banques pourraient perdre leur rémunération pour tous les services fournis en tant que mandataires (et pas seulement concernant la distribution). A notre avis, le problème est appréhendé à l'envers, car le but de cette norme ne consiste aucunement à obliger les mandataires à travailler gratuitement. Ils peuvent être rémunérés sous d'autres formes que les honoraires prévus,

⁷⁶ CFB, Rapport conflits d'intérêts (Août 2008), p. 66.

à condition que le mandant en soit dûment informé. En effet, payer le distributeur au moyen de rétrocessions n'est en soi pas dérangeant, dès lors qu'une réelle transparence existe à ce sujet. La solution n'est pas d'échapper à l'application de l'article 400 al. 1 CO pour éviter l'effet non désirable, mais plutôt de se conformer aux conditions requises pour pouvoir percevoir ladite rémunération. C'est en quelque sorte la sanction pour n'avoir pas obtempéré.

Ce principe tient du droit privé. A notre avis, s'il est vrai que le distributeur mandataire est soumis à l'article 400 al. 1 CO, il convient de départager ce qui relève du droit privé et du droit de la surveillance. Le fait que le distributeur – en raison de son statut de droit privé – tombe sous l'application d'une règle qui se justifie précisément de par la relation qui le lie à son client, n'implique pas pour autant que cette solution puisse être transposée aussi au droit de la surveillance.

Mais qu'en est-il du droit public ? La LPCC prévoit que les distributeurs sont soumis à un devoir de diligence qui autorise les rétrocessions (cf. p. 170) ; elle ne dispose pas que celles-ci doivent être restituées à l'investisseur si le conflit n'est pas adéquatement géré. Faut-il y voir un indice du fait que la restitution des montants perçus ne représente pas la méthode adéquate afin de résoudre la problématique des conflits d'intérêts, ce qui impliquerait que d'autres moyens doivent être envisagés⁷⁷ ? En réalité, la question qu'il faut se poser est la suivante : que se passe-t-il si le devoir de diligence est violé et que le prestataire agit contre l'intérêt de l'investisseur ? D'un côté, il doit répondre, notamment envers les investisseurs, des dommages causés⁷⁸. De l'autre, l'autorité de surveillance pourra prendre les mesures nécessaires afin de vérifier si les conditions d'autorisation ont bien été rétablies.

Il est clair que pour l'investisseur, le fait de prévoir légalement la restitution des rétrocessions en cas d'information inappropriée serait une manière d'opérer beaucoup plus dissuasive mais également plus facile à mettre en pratique ; mais tel n'a pas été le choix du législateur suisse.

⁷⁷ NOBEL/STIRNIMANN (2007), p. 351.

⁷⁸ Art. 156 LPCC.

CONCLUSION

Les conflits d'intérêts sont une thématique très actuelle dans de nombreux domaines : l'on évoque des conflits d'intérêts entre l'avocat et son client ; entre l'administrateur d'une société et la société d'une part et les actionnaires d'autre part ; entre les intermédiaires financiers et les investisseurs... Et la liste est longue.

Dans ce travail, nous avons décidé de nous pencher sur une situation conflictuelle bien définie et particulière, afin de proposer une analyse tenant compte de toutes ses spécificités : les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution des placements collectifs.

Notre premier constat a été clair : un grand nombre d'investisseurs souhaitant acquérir des parts d'un fonds ne possèdent pas les compétences ou le temps nécessaires afin de choisir eux-mêmes l'investissement qui leur convient le mieux. Ceci est d'autant plus vrai que souvent les sommes concernées sont faibles, que les investisseurs n'ont généralement pas vraiment de lien avec le secteur financier, et qu'ils ne consacrent donc que peu de temps à d'éventuelles recherches. Pour cette raison, ils font appel à des professionnels en la matière qui, la plupart du temps, leur fournissent aussi une prestation de conseil. En Europe, ce rôle est très souvent dévolu à la banque, avec laquelle les investisseurs ont déjà tissé une relation de confiance ; celle-ci leur propose majoritairement ses propres produits. Alternativement, les clients peuvent s'adresser à des gestionnaires de fortune indépendants ou à tout autre distributeur indépendant qui peut travailler aussi en architecture ouverte. L'analyse de ce système de distribution nous a permis de constater l'existence d'un devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur. Ce devoir prévoit que le distributeur doit agir dans l'intérêt des investisseurs. Etant donné qu'il s'agit d'un des éléments clés qui caractérisent le conflit d'intérêts, il s'agissait de savoir dans quelle mesure les distributeurs y sont soumis. Etant donné que ce devoir est pratiquement toujours accompagné des devoirs de diligence et d'information qui en quelque sorte le concrétisent, nous les avons analysés en bloc. Il en ressort, en ce qui concerne la Suisse, que ces devoirs sont plus ou moins étendus selon le type de client (investisseur qualifié ou pas) et selon la source dont ils découlent. En effet, cela dépendra de l'applicabilité de la loi sur les placements collectifs ou du contrat de droit privé qu'elles ont éventuellement conclu (p. ex. chaque fois que la relation entre les différentes parties peut être qualifiée de mandat) ou les deux à la fois. Cette catégorisation a été d'autant plus compliquée en ce qui concerne le distributeur car nous avons eu à faire avec la notion d'appel au public et, en conséquence, à la notion d'investisseurs qualifiés, qui joue un rôle fondamental dans l'applicabilité de la loi sur les placements collectifs. Cette distinction s'est d'ailleurs révélée préjudiciable. En effet, elle n'est pas facile à cerner dans la pratique, ses limites

n'étant pas toujours très claires. En plus, la réglementation qui leur est applicable de par un éventuel autre statut devait également être prise en compte. En effet, il ne fallait pas oublier qu'un distributeur peut être aussi banque, négociant ou gérant de fortune, ce qui nous a amené à prendre en considération également en partie la réglementation qui leur est propre. A titre comparatif, dans l'Union européenne, il faut relever que l'étendue de ces devoirs varie selon que les fonds soient distribués par la société de gestion (sauf dans le cadre de la gestion de fortune ou du conseil en placement) ou par des distributeurs tiers. Car dans les deux hypothèses ce sont des directives différentes qui trouvent application.

En dépit de tout cela, nous avons pu constater que ces devoirs sont, par un biais ou l'autre, très souvent une constante pour les différents intervenants à la distribution de fonds. Néanmoins, l'on peut avancer deux exceptions: celle du distributeur ne faisant pas d'appel au public et n'ayant pas conclu un contrat de distribution avec le promoteur; et celle du promoteur étranger, non autorisé en Suisse, dont les fonds sont distribués sans appel au public. En ce qui concerne le distributeur, il faut encore d'une part, que le distributeur ne soit pas un négociant; d'autre part, qu'il n'ait pas conclu un contrat de mandat avec l'investisseur. L'on peut dès lors observer dans la pratique que la grande majorité des intermédiaires liés à la distribution de fonds sont soumis à un devoir de fidélité vis-à-vis de l'investisseur.

Si les différents intervenants à la distribution ne sont pas soumis à un devoir de fidélité ils ne pourront tout simplement pas se trouver dans une potentielle situation de conflit d'intérêts et si, l'on ne connaît pas l'étendue des éventuels devoirs à leur charge, l'on ne peut pas savoir quels sont les dispositifs que la réglementation met à leur disposition pour les gérer. Ce devoir soumet le distributeur et le promoteur à l'obligation d'agir conformément aux intérêts de l'investisseur.

Le promoteur a tout intérêt à ce que les parts ou les actions de son fonds soient vendues, et à ce que la masse sous gestion augmente (afin d'obtenir des gains plus importants – avec une *management fee* plus élevée – et de faire des économies d'échelle pour rendre son fonds plus attrayant). Les distributeurs, quant à eux, ont pour objectif principal de vendre le plus de parts possible, étant donné que leur gain est directement lié à leur performance. Et les investisseurs tentent naturellement de réaliser l'investissement le plus adapté à leurs exigences et qui, dans la catégorie choisie, présente le moindre coût pour le meilleur rendement. Il apparaît donc clairement que tous ces acteurs ont des intérêts antinomiques. Le problème réside également dans le fait que tous cherchent à gagner de l'argent et ceci sur les mêmes fonds, à savoir les avoirs sous gestion. Il s'ensuit que ce qui est gagné par l'un est payé par l'autre.

Les différents intervenants à la distribution perçoivent une rémunération pour le travail accompli. Dans notre analyse de la rémunération, nous avons constaté

la diffusion du paiement réalisé par le biais de rétrocessions prélevées sur la commission de gestion, elle-même à son tour prélevée sur les actifs sous gestion. Pour que l'industrie des fonds assure un service de qualité et ait les moyens de se développer, il faut que sa rémunération soit adéquate. Il faut cependant que son niveau soit équilibré pour ne pas représenter un prélèvement excessif sur la performance. Par ailleurs, celui-ci doit être clairement connu et compréhensible pour l'investisseur, dans le cadre de la relation imprégnée du devoir de fidélité qu'il noue avec les intervenants dans le domaine des fonds. Il est donc indispensable que l'investisseur prenne en compte les frais que sa décision d'investissement va impliquer. Il ne peut pas s'intéresser uniquement à la performance, celle-ci ne représentant qu'une face de la médaille qui, bien qu'elle soit sans doute la plus brillante, ne peut être appréhendée seule. Si la performance passée n'est pas un gage de performance future, par contre, les frais encourus par l'investisseur sont, quant à eux, bien réels. Et les frais de distribution en font partie.

Les questions qui se sont alors naturellement posées sont les suivantes : le distributeur choisit-il le fonds pour l'investisseur en fonction des rétrocessions qu'il reçoit, ou le fait-il en respectant l'intérêt de ce dernier et en veillant à lui proposer le meilleur investissement par rapport à ses exigences ? Le promoteur fixe-t-il les rétrocessions des distributeurs en pensant seulement à son propre intérêt, c'est-à-dire dans le but de les inciter à vendre le plus de parts possible ?

La présence de conflits d'intérêts potentiels n'est pas en soi problématique. En effet, s'il est vrai que la loi prévoit l'obligation d'agir dans l'intérêt des investisseurs, cela ne signifie pas pour autant que ces conflits ne surgissent pas ; en revanche, ils doivent être gérés. Une mauvaise gestion des conflits d'intérêts implique, dès lors que le marché s'en aperçoit, le risque de perdre la confiance des investisseurs, ce qui pourrait conduire à une mauvaise répartition des ressources. Le législateur a donc concrétisé la gestion de ces conflits en exigeant d'une part, la mise en place d'une structure organisationnelle afin de les prévenir (devoir de diligence), et d'autre part, un principe de transparence envers l'investisseur lorsque ceux-ci s'avèrent inévitables (devoir d'information). Par contre, ces garde-fous instaurés par le législateur n'ont pas fonctionné et n'assurent pas, dans la pratique, une administration appropriée des conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution des placements collectifs. En effet, les règles organisationnelles n'empêchent pas réellement le paiement de rétrocessions. Parallèlement, la transparence telle qu'elle est pratiquée actuellement ne permet pas à l'investisseur d'appréhender l'ampleur et l'impact de ces paiements sur son investissement. Dans ce contexte, les règles relatives au mandat sont utiles, car elles renforcent le principe de transparence ; à défaut, le mandataire doit restituer les montants perçus. Nous sommes convaincus que leur application peut également être transposée aux distributeurs de fonds mandataires de l'investisseur ; mais

c'est précisément ici que réside leur limite : elles ne concernent que les distributeurs au bénéfice d'un contrat de mandat.

De potentiels ces conflits deviennent actuels lorsqu'ils sont gérés en défaveur de l'investisseur. Nous nous sommes alors penchés sur l'analyse d'une éventuelle solution adaptée à ce secteur et nous avons porté notre attention sur celle qui nous a paru la plus appropriée : la transparence des coûts, et en particulier au niveau des rétrocessions payées aux distributeurs. En effet, il est normal que ces intermédiaires financiers soient rémunérés pour le travail accompli. Mais, étant donné que cette rémunération est toujours supportée, que ce soit directement ou indirectement, par les investisseurs, il nous semble normal qu'ils aient connaissance de son existence et de son ampleur. Il est souvent objecté qu'en réalité l'investisseur n'est intéressé que par la performance. Ceci est bien possible. Par contre, le but n'est pas de l'obliger à prendre en compte une information mais de la lui mettre à disposition de façon à qu'il puisse l'utiliser et ainsi pouvoir faire sciemment son choix et par la même, que le cadre légal soit respecté. Rappelons qu'un devoir de transparence accrue en matière de rétrocessions est désormais en vigueur pour tous les gestionnaires de fortune qui sont affiliés à une organisation professionnelle ayant fait reconnaître ses règles de conduite par l'autorité de surveillance.

Tout le problème consiste à savoir quel contenu cette information doit avoir et à quel niveau elle devrait être donnée. Pour ce qui est de son contenu, les avis sont très partagés et cela varie entre il ne faut rien dire et il faut tout dire. A notre avis l'information donnée doit clairement permettre à l'investisseur d'évaluer l'impact des rétrocessions sur son investissement. Pour cette raison, nous ne considérons pas la simple information selon laquelle des rétrocessions sont payées comme étant suffisante. Par contre, il serait possible d'indiquer des fourchettes minimales et maximales, des paramètres de calcul ou le taux même. En fait, la solution change aussi selon le niveau auquel l'on choisi de donner cette information. C'est-à-dire si l'on considère que c'est le promoteur dans la documentation du fonds qui doit la fournir ou le distributeur directement au client. Les deux façons de faire sont actuellement utilisées respectivement aux Etats-Unis et dans l'Union européenne. Nous n'avons volontairement pas pris position pour un choix ou l'autre mais nous nous sommes limités à mettre en évidence les avantages et inconvénients des deux, étant donné que nous considérons qu'aucune de deux ne s'impose comme étant le meilleur moyen, et qu'il s'agit d'un choix purement politique.

Il est vrai que choisir d'imposer un devoir de transparence au niveau réglementaire fait que ce principe serait applicable à toutes les rétrocessions payées à un distributeur, sans égard à la survenance d'un conflit d'intérêts (comme en cas d'*execution only*). En effet, chaque fois que le distributeur y serait soumis, il devra respecter ce devoir de transparence. Par contre, dans une logique plus

globale de protection de l'investisseur, il ne nous semble pas que le fait de fournir plus d'informations même en absence d'un conflit d'intérêts soit réellement problématique. Il en ressort que le fait de choisir si celle-ci doit être octroyée par les promoteurs ou les distributeurs ne constitue pas, à notre avis, un élément primordial (chaque système ayant ses avantages et inconvénients). La nécessité que cette information soit exhaustive, claire et fournie sur un support durable est en revanche plus importante. Certes, il ne s'agit pas là d'une solution magique qui va faire disparaître le problème. Cependant, nous pensons qu'elle a au moins le mérite de le mettre en évidence, ce qui peut aider les investisseurs à prendre leurs décisions en connaissance de cause.

LISTE DES ABRÉVIATIONS

al.	alinéa(s)
aLFP	Loi fédérale sur les fonds de placement du 1 ^{er} juillet 1966, RO 1967 125
AMF	Autorité des marchés financiers
art.	article(s)
ASB	Association suisse des banquiers
ASG	Association suisse des gérants de fortune
ATF	Arrêt du Tribunal fédéral
BaKo	<i>Basler Kommentar</i>
BK	<i>Berner Kommentar</i>
BO	Bulletin officiel (de l'Assemblée fédérale)
Bull. CFB	Bulletin de la Commission fédérale des banques
CDB	Convention relative à l'obligation de diligence des banques 08
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
CFB	Commission fédérale des banques
ch.	chiffre(s)
CHF	francs suisses
Circ.	Circulaire
Circ.-FINMA 08/5	Circulaire FINMA 08/5: Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières
Circ.-FINMA 08/8	Circulaire FINMA 08/8: Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux (Appel au public – placements collectifs)
Circ.-FINMA 08/10	Circulaire FINMA 08/10: normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux)
Circ.-FINMA 08/24	Circulaire FINMA 08/24: Surveillance et contrôle interne dans le secteur bancaire

Circ. -FINMA 08/37	Circulaire FINMA 08/37: Délégation par la direction et la SICAV
Circ.-FINMA 09/1	Circulaire FINMA 2009/1: Règles-cadres pour la reconnaissance de l'autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal (Règles-cadres pour la gestion de fortune)
CJGE	Cour de justice de Genève
Cm	chiffre marginal
CO	Code des obligations
cf.	confer
cons.	considérant
CR	Commentaire Romand
dir.	Directive
dir. d'exécution de MiFID	Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive
dir. distribution SFA	Directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux de la <i>Swiss Funds Association</i> du 29 mai 2008
dir. OPCVM	Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
dir. OPCVM IV	Directive 2009/65/CE du Parlement européen et de Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
dir. Produits	Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives,

	réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en ce qui concerne les placements des OPCVM
dir. Services	Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés
dir. transparence SFA	Directives concernant la transparence dans les commissions de gestion de la <i>Swiss Funds Association</i> du 7 juin 2005
etc.	etcetera
ETFs	<i>Exchange trade funds</i>
FF	Feuille fédérale
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
FSA	<i>Financial Services Authority</i>
HG ZH	<i>Handelsgericht Zurich</i>
InvG	<i>Investmentgesetz</i>
IOSCO	<i>International Organisation of Securities Commissions</i>
JOCE	Journal officiel des Communautés européennes
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934, RS 952.0
LBA	Loi concernant la lutte contre le blanchiment d'argent dans le secteur financier du 10 octobre 1997, RS 955.0
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995, RS 954.1
LFP	Loi fédérale sur les fonds de placements du 18 mars 1994, RO 1994 2523
lit.	littera

LPCC	Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006, RS 951.31
Message aLFP 1966	Message concernant la loi fédérale sur les fonds de placement du 23 novembre 1965, FF1965 282
Message LPCC	Message concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 septembre 2005, FF 2005 5993
MiFID	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/22/CEE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil
MTF	<i>Multilateral trade facilities</i>
N.	note
n°	numéro
NAV	<i>Net Asset Value</i>
OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17.05.1972, RS 952.02
OBVM	Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996, RS 954.11
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OFP	Ordonnance sur les fonds de placement du 19 octobre 1994
OPCC	Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006, RS 951.311
OPC-FINMA	Ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs de capitaux du 21 décembre 2006, RS 951.312
OPCVM	Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
OTC	<i>Over the counter</i>
p.	page
PASF	Plan d'action pour les services financiers
p. ex.	par exemple
pp.	pages

PS	<i>Policy Statement (FSA)</i>
PTR	<i>Portfolio Turnover Rate</i>
règl. d'exécution de MiFID	Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive
Règles de conduite SFA	Règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds de la <i>Swiss Funds Association</i> du 30 mars 2009
Règles de conduite ASB	Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres, directives de l'Association suisse des banquiers 2008, modifiant celles du 22 janvier 1997
RG	Rapport de gestion
RO	Recueil officiel des lois fédérales
RS	Recueil systématique des lois fédérales
s.	suivant(e)
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFA	<i>Swiss funds association</i>
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
ss	suivant(e)s
TER	<i>Total expense ratio</i>
TF	Tribunal fédéral
UE	Union européenne
UITs	<i>Unit investment trusts</i>
VNI	Valeur nette d'inventaire
vol.	volume
WpHG	<i>Wertpapierhandelsgesetz</i>
ZR	Zurcher Kommentar

BIBLIOGRAPHIE

I. Ouvrages et articles

- ABEGGLEN SANDRO, “Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherung – Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken und Wertpapierhäusern”, Berne (Stämpfli Verlag) 2004.
- ABEGGLEN SANDRO, “Der Verzicht auf Ablieferung von Retrozessionen – Einordnung und Anforderungen”, in *Recht – Zeitschrift für juristische Ausbildung und Praxis*, 5, 2007, pp. 190-203 (cité ABEGGLEN, Ablieferung).
- 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*, 2007, pp. 122-134 (cité ABEGGLEN, Retrozession).
- ABEGGLEN SANDRO, “Investment Research: How to Solve Conflicts of Interest more Efficiently”, in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 171-185 (cité ABEGGLEN, Conflicts).
- AESCHLIMANN LIONEL, “Le fisc doit encore faire des efforts pour attirer le capital-risque en Suisse”, in *Le Temps – Supplément spécial* du 31.01.2007.
- AESCHLIMANN LIONEL & VISCHER BERNARD, “Fonds de placement européens. Le point sur les propositions de modification de la Directive OPCVM”, in *Banque et Finance*, 52, 2001, pp. 10-11.
- ANDERSON JAMES E. & AHN CATHY H., “Investment advisers and best execution: defining the duty, measurement, and best practices”, in *Banking & financial services policy report*, 22/5, (Aspen Publishers Inc.) 2003, p. 1 ss.
- BAHAR RASHID & THÉVENOZ LUC, “Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market”, in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 1-30.
- BAND CHRISTA & ANDERSON KAREN, “Conflicts of interests in financial services and markets – part I”, in *Journal of international banking law and regulation*, 21/12, 2006, pp. 677-688.

- BATTAGLIA GIULIA & TAVELLA ANTONIO, "MiFID Implementation in Italy", in *Journal of international banking law and regulation*, 23/7, 2008, pp. 378-381.
- BAUMGARTEN MARK-OLIVER & STURNY THIEMO, "Neuerungen im Anlagefondsrecht", in *Pratique juridique actuelle*, 5, 2004, pp. 523-533.
- BERTSCHINGER URS, "Vom Anlagefondsrecht zum recht der kollektiven Kapitalanlage", in *Pratique juridique actuelle*, 1, 2005, pp. 3-18.
- BÉTRISEY FRÉDÉRIC, "Notion et importance de l'appel au public dans la réglementation suisse des fonds de placement", in *Revue suisse de droit des affaires*, 2002, pp. 83-90.
- BICHSEL STEFAN, "Erfolgsfaktoren für den Fondsvertrieb und neue Herausforderung", in *Das Fondsgeschäft im Umbruch*, Berne, Stuttgart, Vienne (Haupt) 2001, pp. 113-132.
- BIZZOZERO ALESSANDRO, "*Le contrat de gérance de fortune*", Thèse, Fribourg 1992.
- BOATRRIGHT JOHN R., "Conflicts of Interest in Financial Services", in *Business & Society Review*, 105/2, (Blackwell Publishing Limited) 2000, pp. 201-219.
- BÖCKLI PETER, "Droit des marchés financiers – La vis se resserre", in *Revue suisse de droit des affaires*, 5, 1995, pp. 218-222.
- BOEMLE MAX, GSELL MAX, JETZER JEAN-PIERRE, NYFFELER PAUL & THALMANN CHRISTIAN, "*Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*", Zurich (Verlag SKV) 2002.
- BORER BENZ BELLINA, "*Die Herausgabepflicht des Beauftragten gemäss Art. 400 OR – am Beispiel der Problematik der Retrozessionen bei unabhängigen Vermögensverwaltern*", (D-Druck Spescha) 2006.
- BOSSARD ANDREAS, "Portfolio management and conflicts of interest", in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruxelles, Berne (Bruylant, Stämpfli) 1999, pp. 162-175.
- BOVET CHRISTIAN & MEREGALLI SAMANTHA, "FINMA, placements collectifs, entraide et autres développements de la surveillance bancaire et financière", in *Journée 2008 de droit bancaire et financier*, THÉVENOZ LUC & BOVET CHRISTIAN (édit.), Genève (Schulthess) 2008, 173-198.
- BRETTON-CHEVALLIER CLAUDE, "*Le gérant de fortune indépendant*", Thèse, Genève (Schulthess) 2002.
- BROCK JOERG & KNACKE PETER, "L'ouverture du réseau a généré un nouveau courant d'affaires", in *Banquemagazine*, 639, 2002, pp. 26-27.

- BUSBY GRAHAM, "Conflicts of interests and Inducements under MiFID", in *Journal of international banking law and regulation*, 23/1, 2008, p. 1 ss.
- BUSSIÈRE FABRICE & HENRY BRICE, "La directive MIF et la gestion d'actifs", in *Banque & Droit*, 115/septembre-octobre, 2007, pp. 5-15.
- BUTTSCHARDT ALFRED, "12 LFP", in *Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz – Band I*, FORSTMOSER PETER (édit.), Zurich (Schulthess) 1997 (cité ZK-BUTTSCHARDT 12 LFP).
- CAIN DAYLIAN M., LOEWENSTEIN GEORGE & MOORE DON A., "The dirt on coming clean: perverse effects of disclosing conflicts of interest", in *The journal of legal studies*, (University of Chicago) 2005, pp. 1-25.
- CAMP RAPHAËL & BÜHRER CHRISTIAN, "Retrozessionszahlungen: Interessenkonflikte bei externen Vermögensverwaltern", in *Expert-comptable suisse*, 8, 2006, pp. 527-532.
- CANTO GEORGES, "L'Europe suivra-t-elle le modèle américain?" in *BanqueAssurance*, 1, 2001, pp. 30-33.
- CHAPPUIS BENOÎT & WERRO FRANZ, "Le devoir d'information de l'article 11 LBVM et son rôle en droit civil à la lumière des Règles de conduite de l'ASB", in *Pratique juridique actuelle*, 5, 2005, pp. 560-572.
- CHAPPUIS CHRISTINE, "*La restitution des profits illégitimes: le rôle privilégié de la gestion d'affaires sans mandat en droit privé suisse*", Thèse, Genève, Bâle, Francfort-sur-le-Main (Helbing & Lichtenhahn) 1991.
- CHAPPUIS CHRISTINE, "32 et 33 CO", in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-CHAPPUIS).
- CHAPPUIS CHRISTINE, "Enrichissement illégitime: entre contrat et gestion d'affaires", in *Evolution récente du droit des obligations: travaux de la journée d'étude organisée à l'Université de Lausanne le 10 février 2004*, BLANC MATHIEU (édit.), Lausanne (Cedidac) 2004, pp. 25-66 (cité CHAPPUIS, Enrichissement illégitime).
- CHAPPUIS CHRISTINE, "La restitution des profits illégitime, le retour", in *De lege ferenda: réflexions sur le droit désirable en l'honneur du professeur Alain Hirsch*, HÉRITIER LACHAT ANNE & HIRSCH LAURENT (édit.), Genève (Slatkine) 2004, pp. 341-348 (cité CHAPPUIS, Restitution).

- CHAPPUIS CHRISTINE, “Violation contractuelle et remise du gain”, in *Mélanges en l’honneur de Pierre Tercier*, GAUCH PETER, WERRO FRANZ & PICHONNAZ PASCAL (édit.), Genève-Bâle-Zurich (Schulthess) 2008, pp. 153-172 (cité CHAPPUIS, Remise du gain).
- CHRISTEN CHRISTIAN, “Der Kollektivanlagevertrag (Art. 6 AFG)”, Thèse, Zurich (Schulthess) 2002.
- CONTRATTO FRANCA & ERIKSSON HEIDI E., “Offenlegung von Vertriebsentschädigungen in der EU: Einheitssprache oder Vielfalt der Dialekte? Art. 26 MiFID-DRL und dessen praktische Umsetzung durch die Finanzindustrie”, in *GesKR*, 3, 2009, pp. 300-169-316.
- COX JAMES D. & PAYNE JOHN W., “Mutual funds expense disclosures: a behavioral perspective”, in *Washington University Law Quarterly*, 83/4, 2005, pp. 907-938.
- CROCKETT ANDREW, HARRIS TREVOR, MISHKIN FREDERIC S. & WHITE EUGENE N., “Conflicts of interest in the financial services industry: what should we do about them”, Geneva reports on the world economy 5, International center for monetary and banking studies, 2004.
- DE CAPITANI WERNER, “Retrozessionen an externe Vermögensverwalter”, in *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht: Festgabe für Jean-Paul Chapuis*, MARGELISCH CLAUDE-ALAIN (édit.), Zurich 1998, pp. 25-38.
- DE FOURNOUX EMMANUEL, “La directive Marchés d’instruments financiers (MIF) en ce début 2007”, in *Echanges*, 240, 2007, pp. 41-44.
- DEN OTTER MATTHÄUS, “Kommentar – Anlagefondsgesetz”, in (Navigator.ch) 2001 (cité Kommentar-DEN OTTER).
- DEN OTTER MATTHÄUS, “Investmentfonds”, Zurich (Verlag Neue Zürcher Zeitung) 2003.
- DEN OTTER MATTHÄUS, “MiFID und das Fondsgeschäft – eine komplexe Sache”, in *Private – Das Schweizer Fonds-Jahrbuch 2007*, 8, 2007, pp. 30-31.
- DOUMAYROU BÉNÉDICTE & HYVERNAUD ANNE, “Après la directive MIF, une nouvelle organisation des marchés?” in *Revue mensuelle de l’AMF*, 31, Paris (AMF) 2006, pp. 35-42.
- DREYER DOMINIQUE, “418c”, in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-DREYER).

- DRUEY JEAN NICOLAS, “Der Interessenkonflikt im Unternehmen”, in *De lege ferenda – Etudes pour le professeur Alain Hirsch*, Genève (Slatkine) 2004, pp. 235-244.
- EKELMANS MARC ET ALL., “*Les conflits d’intérêts*”, vol. VII, Bruxelles (Bruylant) 1997.
- EMCH URS, RENZ HUGO & ARPAGAU RETO, “*Das schweizerische Bankgeschäft*”, 6^e éd., Zurich (Schulthess) 2004.
- EMMENEGER SUSAN, “Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung”, in *Anlagerecht*, EMMENEGER SUSAN (édit.), Berne (Helbing Lichtenhahn) 2007, pp. 59-127.
- EMMENEGER SUSAN & SCHMID FABIAN, “Die Herausgabe des Beauftragten”, in *Mélanges en l’honneur de Pierre Tercier*, ÉD. AU NOM DE LA FACULTÉ DE DROIT DE FRIBOURG PAR P. GAUCH F. WERRO, P. PICHONNAZ (édit.), Genève (Schulthess) 2008, pp. 215-228.
- ENRIQUES LUCA, “Conflicts of interest in investment services: the price and uncertain impact of MiFID’s regulatory framework”, in *Revue trimestrielle de droit financier*, 2, 2006, pp. 49-56.
- FELLMANN WALTER, “Der einfache Auftrag: Art. 394-406 OR”, in *Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, Berne (Verlag Stämpfli & Cie) 1992 (cité BK-FELLMANN).
- FRANKEL TAMAR, “Money managers’ conflicts of interest – an american viewpoint”, in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruxelles, Berne (Bruylant, Stämpfli) 1999, pp. 177-186.
- FRANKEL TAMAR, “United States Mutual Funds Investors, Their Managers and Distributeurs”, in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 363-394.
- FRANKEL TAMAR & KIRSCH CLIFFORD E., “*Investment management regulation*”, 3^e éd., Anchorage, Alaska (Fathom Publishing Company) 2005.
- GAUCH PETER, SCHLUEP WALTER R., SCHMID JÖRG, REY HEINZ & EMMENEGGER SUSAN, “*Schweizerisches Obligationenrecht: allgemeiner Teil*”, Vol. I, 9^e éd., Zurich (Schulthess) 2008.
- GAUTSCHI GEORG, “Der einfache Auftrag: Art. 394-406 OR”, in *Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, Berne (Verlag Stämpfli & Cie) 1971 (cité BK-GAUTSCHI).

- GEISSBÜHLER ALEX & STULZ STEFAN, “Die Pflicht des unabhängigen Vermögensverwalters zur Rückerstattung von Retrozessionen an den Kunden (BGE 132 II 460)”, in *Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007*, LENGAUER DANIEL, ZWICKER STEFAN & REZZONICO GIORDANO (édit.), Zurich (KPMG) 2007, pp. 86-90.
- GIRAUD JEAN-RENÉ & D’HONDT CATHERINE, “MiFID. Convergence towards a unified European capital markets industry”, Londre (Risk Books) 2006.
- GRUNDLER FRANK & RAGGENBASS MARC E., “MiFID – Mise en œuvre en Suisse”, in *Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2007/2008*, LENGAUER DANIEL, ZWICKER STEFAN & REZZONICO GIORDANO (édit.), (Schulthess) 2008, pp. 109-118.
- GUGGENHEIM DANIEL, “*Les contrats de la pratique bancaire suisse*”, Genève (Georg) 2000.
- GUTZWILLER CHRISTOPH, “*Rechtsfragen der Vermögensverwaltung*”, Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2008.
- HAESEBROUCK PIERRE, “Architecture ouverte: le mythe de l’objectivité”, in *Banquemagazine*, 639, 2002, pp. 30-31.
- HÉRITIER LACHAT ANNE, “419 à 424 CO”, in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-HÉRITIER LACHAT).
- HERTIG GÉRARD & SCHUPPISSER URS, “11 BEHG”, in *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, WATTER ROLF & VOGT NEDIM PETER (édit.), Bâle, Genève, Munich (Helbing & Lichtenhahn) 1999 (cité BaKo-HERTIG / SCHUPPISSER).
- HONSELL HEINRICH, “*Schweizerisches Obligationenrecht*”, Berne (Stämpfli Verlag) 2003.
- HSU PETER, “Retrozessionen, Provisionen und Finder’s Fees”, in *Revue de droit suisse*, 45, 2006, p. 102 ss.
- HSU PETER & STUPP ERIC, “Retrozessionen sind grundsätzlich dem Kunden abzuliefern”, in *GesKR*, 2-3, Zurich 2006, pp. 202-207.
- HUBER PHILIPPE A., “2 lit. d et 10 BEHG”, in *Börsengesetz*, WATTER ROLF & VOGT NEDIM PETER (édit.), Bâle, Genève, Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2007 (cité BaKo-HUBER).

- JACCARD MICHEL & BARUH EROL, "L'équilibre des pouvoirs dans le cadre de la révision du droit de la SA. Réflexions à partir des nouvelles règles sur la rémunération, l'organisation, la transparence et la gestion des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration", in *Revue suisse de droit des affaires*, 1, 2008, pp. 135-146.
- JACCARD MICHEL & GOOSENS THOMAS, "L'organisation, la transparence et la gestion des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration", in *La révision du droit de la société anonyme*, MICHEL JEAN-TRISTAN (édit.), (CEDIDAC) 2008, pp. 27-61.
- JACQUEMOUD PHILIPPE, "Vergütung des Vertriebsträgers und Kündigung des Vertriebsvertrags im Fondsbereich", in *Revue suisse de droit des affaires*, 2008, pp. 393-399.
- JAEGER RAPHAEL & HAUTLE THOMAS, "Retrozessionen versus Bestandespflegekommissionen im Vermögensverwaltungsgeschäft", in *Revue de l'avocat*, 10, 2008, pp. 438-442.
- JANIN STÉPHANE, "MiFID impact on investment managers", in *Financial regulation and compliance*, 15/1, 2007, pp. 90-98.
- JOHNSEN D. BRUCE, "The economics and ethics of soft dollars brokerage", in *Business & Society Review*, 104/1, (Blackwell Publishing Limited) 1999, pp. 21-28.
- KRUTHOF MARC, "Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?" in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 277-335.
- KUHN ROLF, "Retrozessionszahlungen an externe Vermögensverwalter – eine Standortbestimmung", in *Pratique juridique actuelle*, 9, 2006, pp. 1051-1056.
- KÜHNE ARMIN, "Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz", Thèse, Zurich (Schulthess) 2002.
- KÜHNE ARMIN, LENGAUER DANIEL, AMSTUTZ THERESE, IMWINKELRIED MICHAELA & DÖMER PHILIPP, "Recht der kollektiven Kapitalanlagen", in HASENBÖHLER FRANZ (édit.), Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2007.
- KUMPAN CHRISTOPH & LEYENS PATRICK C, "Conflicts of Interest of Financial Intermediaries", in *European Company and Financial Law Review*, 5/1, 2008, pp. 72-100.
- KÜNG MANFRED & BÜCHI MARKUS, "22 LFP", in *AFG – Materialien zum Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994*, (Q Verlag) 1995.

- KÜNG MANFRED, HUBER FELIX & KUSTER MATTHIAS, “2 et 10 BEHG”, in *Kommentar zum Börsengesetz, Materialien und Kommentar*, (Q Verlag) 1998 (cité *Kommentar-KÜNG / HUBER / KUSTER BEHG*).
- LENOIR FRÉDÉRIC H. & PUDER OREN-OLIVIER, “Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung”, in *Pratique Juridique Actuelle*, 2006, pp. 981-991.
- LOMBARDINI CARLO, “*Droit bancaire suisse*”, Zurich, Bâle, Genève (Shulthess) 2008.
- LOMBARDINI CARLO & MACALUSO ALAIN, “Rétrocession et rétribution dans le domaine bancaire : une nécessaire mise en perspective”, in *Pratique juridique actuelle*, 2008, pp. 180-197.
- LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, “*Der Vertrieb von Fondsanteilen*”, Thèse, Zurich (Schulthess) 2004.
- MAEDER CLAUDE, “La distribution de fonds de placement sur Internet”, in *Revue suisse de droit des affaires*, 2, 2004, pp. 97-104.
- MAHONEY PAUL G., “Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds”, in *Journal of Economic Perspective*, 18, 2004, pp. 161-182.
- MARRAS GRAZIELLA, “Level Playing Field among Substitute Products : Time for EU Action”, in *EFAMA fact book: Trends in european investment funds*, 2008, pp. 74-77.
- MARSHALL RICHARD D., “Soft Dollars: the basic elements of the safe harbor, part I”, in *Banking & financial services policy report*, 21/9, (Aspen Publishers Inc.) 2002, p. 1 (cité MARSHALL, Part I).
- MARSHALL RICHARD D., “Soft Dollars: noncompliance with the safe harbor and best compliance practices, part II”, in *Banking & financial services policy report*, 21/10, (Aspen Publishers Inc.) 2002, p. 5 (cité MARSHALL, Part II).
- MARTENET VINCENT, “Chronique de la jurisprudence administrative et de la réglementation”, in *Journée 2006 de droit bancaire et financier*, THÉVENOZ LUC & BOVET CHRISTIAN (édit.), Genève (Schulthess) 2006, 219-246.
- MEINERTZHAGEN-LIMPENS ANNE, “La représentation et les conflits d'intérêts en droit comparé”, in *Les conflits d'intérêts*, vol. VII, Bruxelles (Bruylant) 1997, pp. 261-295.
- MEREGALLI DO DUC SAMANTHA, “L'appel au public dans la loi sur les placements collectifs de capitaux”, in *GesKR*, 2, 2008, pp. 165-169.

- MEYER PHILIPPE, "Öffentliche Werbung im Sinne der schweizerischen Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen unter besonderer Berücksichtigung des entsprechenden Rundschreibens der Eidgenössischen Bankenkommision vom 28. Mai 2003 (Letzte Änderung: 29. August 2007) (EBK-RS 03/1)", in *Revue suisse de droit des affaires*, 1, 2008, pp. 57-64.
- MOLONEY NIAMH, "*EC securities regulation*", Oxford (Oxford University press) 2002.
- MONTEILLARD YVES, "La distribution et la circulation des fonds d'investissement", in *Revue d'économie financière*, 79, Paris (Association de l'économie financière), p. 213 ss.
- MÜLLER RICHARD C., "*Die Investmentgesellschaft. Eine Untersuchung über die körperschaftlich organisierte kollektive Kapitalanlage unter besonderer Berücksichtigung des Bundesgesetzes über die Anlagefonds*", Thèse, Zurich (Schulthess) 2001.
- MÜLLER CHRISTOPH & MADER MÉLANIE, "Développements récents de la jurisprudence en matière de contrats spéciaux", in *Actualités du droit des contrats: le contrat à la croisée des chemins*, BRAUN MARTINA (édit.), Lausanne (Cedac) 2008, p. 157-196.
- MUSCO ONOFRIO, "*Cenni normativi sulla figura dell' Introducing broker, anche in relazione a quelle del promotore finanziario e del consulente finanziario indipendente*", www.dirittobancario.it.
- NAHUM PHILIPPE, "Une tendance de fonds", in *Banquemagazine*, 639, 2002, pp. 6-7.
- NÄNNI MATTHIAS & VON DER CRONE HANS CASPAR, "Rückvergütungen im Recht der unabhängigen Vermögensverwaltung Entscheid des schweizerischen Bundesgerichts vom 22. März 2006 (4c.432/2005)." in *Revue suisse de droit des affaires*, 2006, pp. 377-384.
- NIKOLAUS MAX & D'OLEIRE STEFAN, "Anklärung über "Kick-backs" in der Anlageberatung: Anmerkungen zum BGH-Urteil vom 19.12.2006", in *WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 46, 2007, pp. 2129-2135.
- NOBEL PETER, "*Schweizerisches Finanzmarktrecht*", Berne (Stämpfli Verlag) 2004.
- NOBEL PETER & STIRNIMANN ISABEL, "Zum Behandlung von Entschädigung im Vertrieb von Anlagefonds- und strukturierten Produkten durch Banken – Eine Untersuchung im Lichte des Bundesgerichtsentscheids BGE 132 III 460", in *Revue suisse de droit des affaires*, 2007, pp. 343-356.

- OBERSON XAVIER, "Carried interest: Problèmes fiscaux non résolus. Solution pragmatique recherchée", in *Denaris*, 1, 2008, p. 27 ss.
- OBERSON XAVIER & DU PASQUIER SHELBY, "La société en commandite de placements collectifs – Aspects juridiques et fiscaux", in *Revue suisse de droit des affaires*, 3, 2007, pp. 207-223.
- PAPINEAU LUC, "Ce n'est pas le produit qui fait la différence, mais le conseil dont on l'entoure", in *Banquemagazine*, 639, 2002, pp. 28-29.
- PENN BOB, "Markets in financial instruments directive (MiFID): conduct of business", in *International banking and financial law*, 22/1, 2007, pp. 20-23 (cité PENN, Conduct of business).
- PENN BOB, "Markets in financial instruments directive (MiFID): best execution", in *International banking and financial law*, 22/2, 2007, pp. 84-86 (cité PENN, Best execution).
- PETITPIERRE GILLES, "62 à 67 CO", in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-PETITPIERRE).
- PFENNINGER MARKUS, "12 LFP", in *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, WATTER ROLF & VOGT NEDIM PETER (édit.), Bâle, Genève, Munich (Helbing & Lichtenhahn) 1999 (cité BaKo-PFENNINGER 12 LFP).
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, "Eurofinds Survey 2002 – Challenging Markets: Distributing too many products to too few clients", 2002.
- ROBERTO VITO, "Die auftragsrechtliche Herausgabepflicht des 'Erlangten'", in *Revue de droit suisse*, 1, 2009, pp. 15-46.
- ROTH MONIKA, "Das Dreiecksverhältnis", Zurich, St Gall (Dike) 2007.
- ROTH URS., "11 BEHG", in *Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel*, HERTIG G., MEIER-SCHATZ C., ROTH R., ROTH U. & ZOBL D. (édit.), Zurich (Schulthess) 2000 (cité ZK-ROTH 11 BEHG).
- SCHÄREN SIMON, "Retrozessionskontroverse – Bringt das Handelsgericht Zürich Licht in die Sache?" JUSLETTER, <http://jusletter.weblaw.ch>.
- SCHMID FABIAN, "Retrozessionen und Anlagefonds", JUSLETTER, <http://jusletter.weblaw.ch>.
- SCHULZ THOMAS M., "Fonds de placement, des attentes déraisonnables", in *Banquemagazine*, 639, 2002, pp. 47-49.

- SCHWENZER INGBORG, “*Schweizerisches Obligationenrecht: allgemeiner Teil*”, 5^e éd., Berne (Stämpfli) 2009.
- SFA & SWX, “*Transparence sur le marché suisse des fonds, publication de la Swiss Funds Association et de SWX-Swiss Exchange*”, www.sfa.ch.
- SIEGEL MARC & MAGNOLLAY FLORIAN, “Changements en matière de placements collectifs LPCC – mesures à prendre et détails transitoires”, in *Expert-comptable suisse*, 4, 2007, pp. 272-277.
- SIMONART VALÉRIE, “Conclusions générales”, in *Les conflits d’intérêts*, vol. VII, Bruxelles (Bruylant) 1997, pp. 297-326.
- SPINNLER PETER, “22 LFP”, in *Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz – Band I*, FORSTMOSER PETER (édit.), Zurich (Schulthess) 1997 (cité ZK-SPINNLER 22 LFP).
- STECK KAI-UWE, “Regulierung von US-amerikanischen Investmentgesellschaften (Investment Companies)”, in *Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien*, KÜBLER FRIEDRICH, MERTENS HANS-JOACHIM, REHBINDER ECKARD & WIETHÖLTER RUDOLF (édit.), Francfort (Peter Lang) 2000, pp. 49-65.
- STEFFEN MATTHIAS, “UCITS IV Back on Track”, in *EFAMA fact book: Trends in european investment funds*, 2008, pp. 64-72.
- STEVANT CYRILLE, “La commercialisation des produits financiers: les nouvelles relations avec la clientèle. La transposition de la directive MIF et la mise en œuvre de recommandations de la mission de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers”, in *Revue mensuelle de l’AMF*, 31, Paris (AMF) 2006, pp. 43-49.
- STORCK MICHEL & RIASSETTO ISABELLE, “La société de gestion et la gestion de portefeuille”, in *Bulletin Joly Bourse*, 5/septembre-octobre, 2007, § 131 (pp. 585-601).
- STUPP ERIC & DUBS DIETER, “11 BEHG”, in *Börsengesetz*, WATTER ROLF & VOGT NEDIM PETER (édit.), Bâle, Genève, Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2007 (cité BaKo-STUPP/DUBS 11 BEHG).
- TERCIER PIERRE, “*Le droit des obligations*”, 4^e éd., Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2009 (cité TERCIER, obligations).
- TERCIER PIERRE, “*Les contrats spéciaux*”, 4^e éd., Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2009 (cité TERCIER, contrats).
- THÉVENOZ LUC, “Les règles de conduite des négociants”, in *Revue suisse de droit des affaires*, Numéro spécial 1997, Zurich (Schulthess) 1997, pp. 20-26.

- THÉVENOZ LUC, “Le consommateur face aux rétrocessions dans la distribution des placements collectifs”, in *Droit de la consommation: Liber amicorum Bernd Stauder*, Baden Baden (Schulthess) 2006, pp. 511-525.
- THÉVENOZ LUC, “Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds”, in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 337-362.
- THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (ÉDIT.), *Conflicts of Interest*, Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007 (cité THÉVENOZ / BAHAR édit.).
- THOMPSON JOHN K. & CHOI SANG-MOK, “Governance Systems for collective investment schemes in OECD countries”, Occasional paper N° 1, Financial Affairs Division, OCDE, 2001, www.oecd.org.
- THIEFFRY GILLE, “Aspects juridiques du négoce électronique de valeurs mobilières: Brève analyse de droit comparé (France, Royaume-Uni et Etats-Unis d’Amérique)”, in *Journée 2000 de droit bancaire et financier*, THÉVENOZ LUC & BOVET CHRISTIAN (édit.), Berne (Stämpfli) 2000, 47-63.
- TRIGO TRINDADE RITA, “Le devoir de fidélité des dirigeants de la société anonyme lors de conflits d’intérêts”, in *Semaine Judiciaire II*, 121/15, 1999, pp. 385-411.
- VON PLANTA ANDREAS, “425 CO”, in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-VON PLANTA).
- VON PLANTA ANDREAS & LENZ CHRISTIAN, “425 et 426 CO”, in *Obligationenrecht I*, HONSELL HEINRICH, VOGT NEDIM PETER & WIEGAND WOLFGANG (édit.), Bâle, Berne, Zurich (Helbing Lichtenhahn Verlag) 2007 (cité BaKo-VON PLANTA / LENZ).
- WEBER ROLF H., “396 à 400 CO”, in *Obligationenrecht I*, HONSELL HEINRICH, VOGT NEDIM PETER & WIEGAND WOLFGANG (édit.), Bâle, Berne, Zurich (Helbing Lichtenhahn Verlag) 2007 (cité BaKo-WEBER).
- WEBER ROLF H. & ISELI THOMAS, “Vertriebsträger im Finanzmarktrecht – Aufsicht, Selbstregulierung, Vertragsverhältnisse”, in *Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht*, ZOBL DIETER, GIOVANOLI MARIO & WEBER ROLF H. (édit.), Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2008, p. 26 ss.
- WERRO FRANZ, “394 à 406h CO”, in *Commentaire romand – Code des obligations I*, THÉVENOZ LUC & WERRO FRANZ (édit.), Genève-Bâle-Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2003 (cité CR-CO-WERRO).

- WINCKLER GRÉGOIRE & KNÜSEL MÉLANIE, “Traitement fiscal des nouvelles formes de placement collectif de capitaux selon la LPCC”, in *Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2007/2008*, LENGAUER DANIEL, ZWICKER STEFAN & REZZONICO GIORDANO (édit.), (Schulthess) 2008, pp. 87-91.
- WINZELER CHRISTOPHE, “3 BankG”, in *Bankengesetz*, WATTER ROLF, VOGT NEDIM PETER, BAUER THOMAS & WINZELER CHRISTOPHE (édit.), Bâle, Genève, Munich (Helbing & Lichtenhahn) 2005 (cité BaKo-WINZELER 3 BankG).
- WOHLMANN HERBERT, “Arbeitsteilung im Konzern und ihre Relevanz gegenüber Dritten”, in *Revue suisse de jurisprudence*, 104, 2008, pp. 161-165.
- WYMEERSCH EDDY, “Conflicts of Interest, Especially in Asset Management”, in *Conflicts of Interest*, THÉVENOZ LUC & BAHAR RASHID (édit.), Alphen aan den Rijn, Zurich (Kluwer law international, Schulthess) 2007, pp. 261-275.
- WYSS ALEXANDER, “*Verhaltensregeln für Effekthändler*”, Thèse, Lachen et St Gall (Dike Verlag AG) 2000.
- ZOBL DIETER, “Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken: unter besonderer Berücksichtigung von Interessenkonflikten”, in *Innominatverträge: Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep*, Zurich (Schulthess) 1988, pp. 319-336.
- ZOBL DIETER & KRAMER STEFAN, “*Schweizerisches Kapitalmarktrecht*”, Zurich, Bâle, Genève (Schulthess) 2004.
- ZOBL DIETER, “2a BEHG”, in *Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel*, HERTIG G., MEIER-SCHATZ C., ROTH R., ROTH U. & ZOBL D. (édit.), Zurich (Schulthess) 2000 (cité BK-ZOBL 2a BEHG).
- ZUFFEREY JEAN-BAPTISTE, “Conflicts of interest with respect to the remuneration of financial intermediaries. Some swiss and comparative aspects”, in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruxelles, Berne (Bruylant, Stämpfli) 1999, pp. 223-239.
- ZUFFEREY JEAN-BAPTISTE, “(Dé-, re-, sur, auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière”, in *Revue de droit suisse*, II/1, Bâle (Helbing) 2004, pp. 483-605.

II. Rapports et autres documents

- AMF, “Rapport sur les frais et commissions à la charge de l’investisseur dans la gestion collective”, in *Bulletin mensuel COB*, 372, 2002, pp. 11-112.
- AMF, “Etude TNS SOFRES sur l’éducation financière des français”, in *Revue mensuelle de l’AMF*, 9, Paris 2004, pp. 111-124.
- AMF, “Pour l’éducation économique et financière des épargnants: propositions du groupe de travail sur l’éducation des épargnants”, in *Revue mensuelle de l’AMF*, 14, Paris 2005, pp. 19-46.
- BÜHRER GEROLD (RAPPORTEUR), “Débat à l’assemblée fédérale”, BO 2006 E 992 www.parlament.ch (cité BÜHRER, BO 2006 E 992).
- CESR, “*Technical advice on possible implementing measures of the directive 2004/39/EC on markets in financial instruments*”, Avril 2005, www.cesr-eu.org.
- CESR, “*CESR’s advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS*”, Février 2008, www.cesr-eu.org.
- CESR, “*Inducements under MiFID – Recommendations*”, Mai 2007, www.cesr-eu.org.
- CFB, Bulletin 41/2000, pp. 15-30 (Abacha Gelder).
- CFB, Bulletin 41/2000, pp. 31-39 (Snake Trading).
- CFB, Bulletin 43/2003, pp. 87-111 (Banque X).
- CFB, Bulletin 47/2005, pp. 87-112 (Décision du 28 octobre 2004).
- CFB, “*Guide pratique pour les requête en autorisation d’exercer une activité de distributeur*”, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html.
- CFB, “*Rapport de gestion 1995*”, 1995, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 1995).
- CFB, “*Rapport de gestion 2003*”, 2003, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 2003).
- CFB, “*Rapport de gestion 2004*”, 2004, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 2004).
- CFB, “*Rapport de gestion 2005*”, 2005, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 2005).

- CFB, “*Rapport de gestion 2006*”, 2006, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 2006).
- CFB, “*Rapport de gestion 2007*”, 2007, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, RG 2007).
- CFB, “*L'autorégulation dans le secteur financier suisse – Rapport de la CFB sur l'autorégulation*”, 2007, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, Rapport sur l'autorégulation).
- CFB, “*Suppression du ‘Swiss Finish’ – Rapport explicatif pour l'audition*”, 2008, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, Rapport Swiss Finish).
- CFB, “*Systèmes d'incitation et conflits d'intérêts lors de la distribution de produits financiers – Rapport de la CFB sur les commissions de distribution*”, Août 2008, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, Rapport conflits d'intérêts).
- CFB, “*Règles-cadres pour la gestion de fortune*”, Septembre 2008, www.finma.ch/archiv/ebk/f/index.html (cité CFB, Rapport règles cadre).
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, “*Background paper: Annex to the green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*”, 2005, http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper-background_en.pdf (cité COMMISSION CE, Annexe Livre vert).
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, “*Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE*”, 2005, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/com/2005/com2005_0314fr01.pdf (cité COMMISSION CE, Livre vert).
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, “*Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement*”, 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm#061116.
- Contrat modèle de distribution pour directions suisses de fonds, société d'investissement à capital variable (SICAV) et représentants de fonds étrangers de capitaux en Suisse d'une part et distributeurs d'autre part (cité Contrat modèle SFA).
- Exemple de contrat de placement concernant le placement privé de parts de placements collectifs de capitaux (cité Exemple contrat SFA pour placement privé de fonds).

- FAVRE CHARLES (RAPPORTEUR), “Débat à l’assemblée fédérale”, BO 2006 E 993, www.parlament.ch (cité FAVRE, BO 2006 E 993).
- FINMA, “Liste des banques et négociants autorisés”, www.finma.ch.
- FINMA, “Liste des fonds de placement étrangers dont la distribution est autorisée en Suisse”, www.finma.ch.
- FINMA, “Liste des fonds de placement suisses approuvés”, www.finma.ch.
- EFAMA, “Investment funds explained”, www.efama.org (15 septembre 2004).
- EFAMA, “EFAMA fact book: Trends in european investment funds”, 2008 (EFAMA, Fact book).
- EFAMA, “International Statistical Release – Trends in the Second Quarter 2008 (and supplementary tables)”, 2008, www.efama.org (cité EFAMA, Statistical Release).
- FSA, “Policy Statement 06/5: Bundled brokerage and soft commission arrangements for retail investment funds”, www.fsa.gov.uk (31.01.2007).
- FUNDINDUSTRY LIPPER, “A comparison of mutual fund expenses across the atlantic”, Insight Reports, 26 septembre 2005.
- GERMANN HANNES (RAPPORTEUR), “Débat à l’assemblée fédérale”, BO 2006 E 353, 450 et 536) www.parlament.ch (cité GERMANN, BO 2006 E 353; Germann, 2006 E 536; Germann, BO 2006 E 536).
- IOSCO, “Conflicts of interest of CIS operators”, Report of the Technical Committee, 2000, www.iosco.org (cité Iosco, Conflicts of interest).
- IOSCO, “Media release: IOSCO publishes hedge funds oversight recommendations”, www.iosco.org.
- IOSCO, “Investor disclosure and informed decisions: use of simplified prospectuses by collective investment schemes”, Report of the Technical Committee, 2002, www.iosco.org.
- IOSCO, “Investor education”, Report from the Emerging Markets Committee, 2002, www.iosco.org.
- IOSCO, “Final Report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds”, Report of the Technical Committee, 2004, www.iosco.org.
- IOSCO, “Examination of the governance for collective investment schemes – part I”, Report of the Technical Committee, 2006, www.iosco.org (cité Iosco, Report CIS I).

- Iosco, “*Examination of the governance for collective investment schemes – part II*”, Report of the Technical Committee, 2006, www.iosco.org (cité Iosco, Report CIS II).
- Iosco, “*Soft commissions*”, Report of the Technical Committee, 2006, www.iosco.org (cité Iosco, Report soft commissions).
- OCDE, “*Les principes et les bonnes pratiques relatifs à la sensibilisation et l’éducation financières*”, Recommandation du Conseil, 2005, www.oecd.org (cité OCDE, Education).
- OCDE, “White paper on Governance of collective investment schemes (CIS)”, in *Tendance des marchés de capitaux / Financial market trends*, 88, 2005, pp. 137-167 (cité OCDE, White paper).
- OCDE, “L’importance de l’éducation financière”, in *Synthèses*, 2006, www.oecd.org.
- “Press release: La Commission lance une consultation publique sur les hedge funds”, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/2028&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr>.
- “Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers”, présenté par Jacques Delmas-Marsalet, sur mission confiée par le ministre de l’Economie, des finances et de l’industrie, Novembre 2005, www.minefi.gouv.fr/presse/communiques/rap_commercialisation.pdf.
- SEC, “*Mutual Fund Fees and Expenses*”, www.sec.gov/answers/mffees.htm (01.11.2007).
- SEC, “*Division of investment management: Report on mutual fund fees and expenses*”, www.sec.gov/news/studies/feestudy.htm (26.08.2005).
- SFA, “*Remaniement de la directive concernant la transparence dans les commissions de gestion – approche compatible avec les normes de l’UE dans la transparence des coûts*”.
- SFA, “*SFA News 4/06-Hiver 2006*”, www.sfa.ch.
- UBS, “*Lexique bancaire*”, www.ubs.com.

III. Réglementation

Circulaire CFB 03/1: Appel au public au sens de la législation sur les fonds de placement (cité Circ.-CFB 03/1).

Circulaire FINMA 2008/5: Commentaire du terme de négociant en valeurs mobilières (Négociant) (cité Circ.-FINMA 08/5).

Circulaire FINMA 2008/8: Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux (Appel au public – placements collectifs) (cité Circ.-FINMA 08/8).

Circulaire FINMA 2008/10: normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux) (cité Circ.-FINMA 08/10).

Circulaire FINMA 2008/24: Surveillance et contrôle interne dans le secteur bancaire (Surveillance et contrôle interne – banques) (cité Circ.-FINMA 08/24).

Circulaire FINMA 2008/37: Délégation de tâches par la direction et la SICAV (Délégation par la direction et la SICAV) (cité Circ.-FINMA 08/37).

Circulaire FINMA 2009/1: Règles-cadres pour la reconnaissance de l'autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal (Règles-cadres pour la gestion de fortune) (cité Circ.-FINMA 09/1).

Circulaire SFA 22/06: Arrêt du tribunal fédéral du 22 mars 2006 en matière de ristournes aux gérants de fortune indépendants / position de la Swiss Funds Association SFA, du 5 décembre 2006 (cité Circ. SFA 22/06).

Circulaire SFA 30/08: Position de la Swiss Funds Association concernant le rapport de la CFB sur les "Commission de distribution" (cité Circ. SFA 30/08).

Code des obligations du 30 mars 1911 (CO, RS 220).

Code monétaire et financier français.

COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, "*Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*", 16.07.2008, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/framework/recast_fr.pdf.

Decreto Legislativo n° 58 del 24 febbraio 1998 – Testo Unico della Finanza (TUF).

- Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (Dir. OPCVM, JO L 375 du 31/12/1985, pp. 3-18).
- Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (DSI) (DSI, JOCE 1993 L 141 du 11/06/1993, pp. 27-46).
- Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés. (Dir. services, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 20-34).
- Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en ce qui concerne les placements des OPCVM (Dir. produits, JO L 041 du 13/02/2002, pp. 35-42).
- Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/22/CEE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil. (MiFID, JO L 145 du 30/04/2004, pp. 1-44).
- Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive. (Directive d'exécution de MiFID, JO L 241 du 02/09/2006, pp. 0026-0058).
- Directive 2009/65/CE de la Commission du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). (Directive OPCVM IV, JO L 302 du 17/11/2009, pp. 32-96).
- Directives concernant la transparence dans les commissions de gestion de la Swiss Funds Association du 7 juin 2005 (Dir. transparence SFA).

- Directives concernant le mandat de gestion de fortune 2010 de l'Association suisse des banquiers (Dir. mandat de gestion ASB).
- Directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux de la Swiss Funds Association du 29 mai 2008 (Dir. distribution SFA).
- Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (WpHG, BGBl. I S. 2708).
- Investment company act of 1940 (Investment company act).
- Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003 (InvG, BGBl. I S. 2676).
- Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 08.11.1934 (LB, RS 952.0).
- Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (LBVM, RS 954.1).
- Loi fédérale sur les fonds de placement du 1 juillet 1966 (aLFP 1966, RO 1967 125).
- Loi fédérale sur les fonds de placement du 18 mars 1994 (LFP 1994, RO 1994 2523).
- Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (LPCC, RS 951.31).
- Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (LPCC, texte voté par le Parlement, FF 2006 5533).
- Loi sur l'Assemblée fédérale du 13 décembre 2002 (LParl, RS 171.10).
- Message concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 septembre 2005 (Message LPCC, FF 2005 5993).
- Message du Conseil fédéral concernant la loi fédérale sur les fonds de placement du 23 novembre 1965 (Message aLFP 1966, FF1965 282).
- Ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs de capitaux du 21 décembre 2006 (OPCC – FINMA, RS 951.312).
- Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17.05.1972 (OB, RS 952.02).
- Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (OBVM, RS 954.11).
- Ordonnance sur les fonds de placement du 19 octobre 1994 (OFP, RS 951.311).
- Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006 (OPCC, RS 951.311).
- Projet de loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (Projet-LPCC, RS 951.31).

- Rectificatif à la recommandation 2004/384/CE de la Commission du 27 avril 2004 concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'annexe I de la directive 85/611/CEE du Conseil. (Rectificatif à la recommandation 2004/384/CE, JO n° L 199 du 07/06/2004, pp. 0030-0037).
- Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive (Règlement d'exécution de MiFID, JO n° L 241 du 02/09/2006, pp. 0001-0025).
- Règlement général de l'autorité des marchés financiers (AMF) du 12 novembre 2004 (Règlement AMF, Journal officiel du 24 novembre 2004).
- Règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds de la Swiss Funds Association du 30 mars 2009 (Règles de conduite SFA).
- Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres, directives de l'Association suisse des banquiers 2008, modifiant celles du 22 janvier 1997 (Règles de conduite ASB).
- Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres, directives de l'Association suisse des banquiers du 22 janvier 1997 (aRègles de conduite ASB).
- Regolamento Consob n° 11522 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n° 58, concernente la disciplina degli intermediari (Reg. att. TUF).
- Securities exchange act of 1934 (Securities exchange act).

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements	5
Sommaire	7
Introduction	9-13
I. Le cadre général	9
II. L'objet et l'approche de la thèse	10
III. Le plan	12
PARTIE I	
CHAMP D'ÉTUDE	
Chapitre 1 : Les placements collectifs de capitaux	17-24
I. Structure	18
II. But de la réglementation	23
Chapitre 2 : Le droit suisse des placements collectifs de capitaux	25-38
I. Législation	25
A. La LPCC et sa réforme	25
B. Les types de placements collectifs	27
1. Les placements collectifs de type ouvert	27
2. Les placements collectifs de type fermé	29
3. Les placements collectifs étrangers	32
II. Réglementation de la FINMA	34
III. Autorégulation	35
Chapitre 3 : Le droit communautaire des placements collectifs de capitaux	39-44
I. Les directives OPCVM	39
A. Règles applicables aux placements collectifs en tant que produit	40
B. Règles applicables aux sociétés de gestion et aux sociétés d'investissement	42
II. MiFID	43
Chapitre 4 : Les distributeurs et leurs réseaux	45-52
I. Les distributeurs	45
II. Les réseaux de distribution en Europe	46

III. Le réseau de distribution en Suisse	48
A. Les banques	49
B. Les négociants en valeurs mobilières	50
C. Les gérants de fortune	51
D. Autres distributeurs indépendants	52

Chapitre 5 : Frais et rémunérations dans les placements collectifs de capitaux **53-64**

I. Les frais	53
II. La valeur nette d'inventaire	56
III. Rémunérations	56
A. Rémunération du distributeur	57
1. Honoraires	57
2. Droits de garde et commissions	58
3. Rétrocessions	58
B. Rémunération du promoteur	61
1. Commission de gestion	61
2. Rétrocessions	62
3. Soft commissions	62
C. Rémunération du représentant de fonds étrangers	63
D. Rendement pour l'investisseur	64

PARTIE II

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : CARACTÉRISATION ET IDENTIFICATION

Chapitre 6 : Les conflits d'intérêts **67-72**

I. Définition	67
II. Délimitation du champ d'étude	69
A. Marché primaire et marché secondaire	70
B. Fonds pour investisseurs qualifiés	71

Chapitre 7 : Statut juridique des participants à la chaîne de distribution **73-95**

I. Le distributeur	73
A. Distributeur faisant appel au public	73
1. Définition d'appel au public	74
a) Notion d'"appel"	74
b) Notion de "public"	76
2. Autorisation	76
a) Historique	78

b) Conditions d'autorisation	79
c) Autorisation pour distribution par appel au public	79
B. Distributeur ne faisant pas appel au public	81
1. Absence d'appel	81
a) Contrat de gestion de fortune	81
b) Passation d'un ordre ou sollicitation spontanée d'informations par le client	82
c) Publication des prix, des cours et des valeurs d'inventaire par des intermédiaires financiers soumis à surveillance	83
2. Appel non "public" : notion d'investisseurs qualifiés	83
a) Intermédiaires financiers et assurances	84
b) Les corporations de droit public, les institutions de la prévoyance professionnelle et les entreprises dont la trésorerie est gérée à titre professionnel	84
c) Contrat de gestion de fortune	84
d) Gérant de fortune indépendant	86
e) Particuliers fortunés	87
C. Distributeurs avec statut particulier	90
1. Banque	90
2. Négociant en valeurs mobilières	90
3. Gérant de fortune indépendant	91
II. Le promoteur	92
A. Promoteur suisse	93
1. Simple promoteur	93
2. Promoteur-distributeur	93
B. Promoteur étranger	94
III. Le représentant de placements collectifs étrangers	94
Chapitre 8 : Les relations contractuelles	97-108
I. Relation entre le promoteur et le distributeur	97
A. Relation contractuelle préalable à la vente de parts à l'investisseur	97
1. Promoteur suisse	97
2. Promoteur étranger	99
3. Points communs entre les promoteurs suisses et étrangers	100
B. Aucune relation contractuelle préalable à la vente de parts à l'investisseur	101
II. Relation entre le distributeur et l'investisseur	102
A. Aucune relation contractuelle	102
B. Relation de mandat	103
C. Cas particuliers	104
1. Distribution par une banque	104

2. Distribution par un négociant en valeurs mobilières	105
3. Distribution par un gestionnaire de fortune indépendant	106
III. Relation entre le promoteur et l'investisseur	107
A. Simple promoteur	107
B. Promoteur-distributeur	107

Chapitre 9 : Obligations de chaque intervenant de la chaîne de distribution

109-136

I. Obligations fondées sur le droit des marchés financiers	109
A. Distributeurs	109
1. Distributeur par appel au public	109
a) Règles applicables à la distribution par appel au public	109
b) Devoirs du distributeur faisant appel au public à l'égard de l'investisseur	110
(1) De par la LPCC	110
(a) Devoir de fidélité	110
(b) Devoir de diligence	112
(c) Devoir d'information	114
(d) Autres devoirs	116
(2) Dans l'autorégulation	117
2. Distributeur sans appel au public	118
a) Règles applicables à la distribution sans appel au public	118
b) Devoirs du distributeur ne faisant pas appel au public à l'égard de l'investisseur	119
B. Le promoteur	119
1. Règles applicables aux promoteurs	119
2. Devoirs du promoteur suisse	120
C. Représentant de placements collectifs étrangers	124
1. Règles applicables aux représentants de placements collectifs de capitaux	124
2. Devoirs du représentant de placements collectifs de capitaux	124
II. Obligations contractuelles	126
A. Du distributeur	126
1. Envers le promoteur	126
2. Envers l'investisseur	126
B. Du promoteur	128
1. Envers le distributeur	128
2. Envers l'investisseur	128
C. Du représentant de fonds étrangers	128
1. Envers le distributeur	128
2. Envers l'investisseur	128

III. Cas particuliers	129
A. Distribution par une banque	129
B. Distribution par un négociant en valeurs mobilières	132
C. Distribution par un gérant de fortune indépendant	133
IV. Conclusion intermédiaire	135

Chapitre 10 : Statut juridique et devoirs du distributeur en droit communautaire

137-155

I. Distribution d'OPCVM	137
A. Distribution par les sociétés de gestion	138
1. Règles applicables	138
2. Devoirs de la société de gestion à l'égard de l'investisseur	140
B. Distribution par des distributeurs autres que les sociétés de gestion	141
1. Règles applicables	141
2. Devoirs des distributeurs qui ne sont pas des sociétés de gestion à l'égard de l'investisseur	143
II. Distribution de placements collectifs non harmonisés	148
A. Distribution par les sociétés de gestion qui les gèrent	148
B. Distribution par des distributeurs autres que les sociétés de gestion	149
III. Aperçu de la législation de certains Etats membres	149
A. France	149
B. Italie	150
C. Allemagne	150
D. Conclusion intermédiaire	151
IV. Effet de MiFID pour la Suisse	151
V. Réflexions sur les différences et similitudes entre la distribution en droit suisse et en droit communautaire	152

Chapitre 11 : Les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution

157-165

I. Les conflits d'intérêts dans l'industrie des fonds	157
II. Les conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	158
A. Les conflits d'intérêts du distributeur de fonds	158
1. Honoraires et conflits d'intérêts	159
2. Commission de courtage et conflits d'intérêts	159
3. Rétrocessions payées sur la commission de gestion et conflits d'intérêts	159
4. Rétrocessions payées à partir de la commission d'entrée et/ou de sortie et conflits d'intérêts	161

B. Les conflits d'intérêts du promoteur	162
1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion et conflits d'intérêts	162
2. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission d'entrée et/ou de sortie et conflits d'intérêts	164
C. Le représentant de fonds étrangers	164
III. Conclusion intermédiaire	165

PARTIE III

CONFLITS D'INTÉRÊTS LIÉS À LA RÉMUNÉRATION DANS LA DISTRIBUTION : COMMENT DOIVENT-ILS ÊTRE GÉRÉS ?

Chapitre 12 : La réponse législative aux conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	169-184
I. Gestion des conflits d'intérêts du distributeur	169
A. Dans la législation suisse	169
1. Rétrocessions payées à partir de la commission de gestion	170
a) Distribution par appel au public	170
b) Distribution sans appel au public	172
c) Distributeur négociant en valeurs mobilières	173
d) Distributeur gérant de fortune	173
2. Rétrocessions payées sur la commission d'entrée et sortie	174
B. La réponse normative communautaire	174
1. Rétrocessions payées à partir de la commission de gestion	176
2. Rétrocessions sur les commissions d'entrée et de sortie	179
II. Gestion des conflits d'intérêts du promoteur	179
A. Dans la législation suisse	179
1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion	179
2. Rétrocessions payées sur les commissions d'entrée et/ou de sortie	181
B. Dans la législation communautaire	182
1. Rétrocessions payées aux distributeurs sur la commission de gestion	182
2. Rétrocessions sur la commission d'entrée et/ou de sortie	183
III. Conclusion intermédiaire	183

Chapitre 13 : La réponse du droit privé aux conflits d'intérêts liés à la rémunération dans la distribution	185-209
I. Rétrocessions au distributeur mandataire de l'investisseur	185
A. Rétrocessions dans la gestion de fortune : jurisprudence fédérale	186
B. Contrat de mandat et rétrocessions dans la distribution de fonds	188

1. Analyse de l'application de 400 al. I CO à la distribution de fonds	188
a) Nature des rétrocessions	188
b) Lien étroit	192
(1) Positions de la doctrine	193
(2) Notre position	197
(3) Dans les groupes bancaires	201
2. Conséquences de l'application de 400 al. I CO sur la distribution de fonds	202
II. Rétrocessions au distributeur sans relation contractuelle avec l'investisseur	205
1. L'enrichissement illégitime	206
2. La gestion d'affaires sans mandat	208
Chapitre 14 : Conflit d'intérêt et rétrocessions : quelle solution ?	211-229
I. Quel type de solution ?	211
II. Moyens de gestion des conflits d'intérêts liés au paiement des rétrocessions au distributeur	213
A. Abstention	213
1. Interdiction des rétrocessions	213
2. Limitation des rétrocessions	214
B. Organisation	215
C. Transparence	217
1. Le niveau de la transparence	220
2. Transparence ex ante ou ex post	223
3. Modalités de la transparence	224
a) Modalités de l'information	225
b) Education des investisseurs	227
D. Restitution des rétrocessions reçues	228
Conclusion	231-235
Liste des abréviations	237-241
Bibliographie	243-263
I. Ouvrages et articles	243
II. Rapports et autres documents	256
III. Réglementation	260
Table des tableaux et des schémas	273

TABLE DES TABLEAUX ET DES SCHÉMAS

Tableau n° 1 : Répartition des investisseurs dans les fonds (zone euro, fin 2007)	18
Tableau n° 2 : Formes légales autorisées en Europe (2004)	21
Tableau n° 3 : Formes légales autorisées en Suisse avant et après réforme	22
Tableau n° 4 : Formes légales autorisées hors Europe	22
Schéma n° 1 : Placements collectifs admis en Suisse	33
Schéma n° 2 : Architecture ouverte et fermée	52
Tableau n° 5 : Répartition des actifs et du nombre de fonds	53
Tableau n° 6 : Frais imputés sur la valeur nette d'inventaire	54
Tableau n° 7 : Frais imputés directement à l'investisseur	55
Tableau n° 8 : Paiement d'honoraires	58
Schéma n° 3 : Distribution par et sans appel au public	88
Schéma n° 4 : Système de distribution en Suisse	108
Tableau n° 9 : Récapitulatif des devoirs des intervenants découlant de la réglementation	125
Schéma n° 5 : Devoirs des banques distributeurs de fonds	130



Publications du Centre de droit bancaire et financier, Genève
parues chez Schulthess Médias Juridiques, Genève · Zurich · Bâle

SAMANTHA MEREGALLI DO DUC : *Rémunération et conflits d'intérêts dans la distribution des placements collectifs de capitaux* (2010).

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2009 de droit bancaire et financier* (2010). Avec des contributions de Rashid Bahar, Yaël Benmenni, Alessandro Bizzozero, Christian Bovet, Anath Guggenheim, Anne Héritier Lachat, Isabelle Lebbe, Xavier Oberson, Alexandre Richa et Luc Thévenoz.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2008 de droit bancaire et financier* (2009). Avec des contributions de Lionel Aeschlimann, Gerhard Auer, Christian Bovet, Ursula Cassani, Benoît Chappuis, Bénédicte Foëx, Lucia Gomez Richa, Nicolas de Gottrau, Anne Héritier Lachat, Philipp M. Hildebrand, Luc Thévenoz et Jean-Baptiste Zufferey.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2007 de droit bancaire et financier* (2008). Avec des contributions de Mark Barmes, Pierre Besson, Christian Bovet, Jacques Iffland, Carlo Lombardini, Samantha Meregalli Do Duc, Aude Peyrot et Luc Thévenoz.

ALEXANDRE RICHAS : *Pensions de titres (repos) et autres cessions temporaires* (2008).

LUC THÉVENOZ & RASHID BAHAR (eds) : *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets* (2007). Avec des contributions de Sandro Abegglen, Rashid Bahar, Guido Bolliger, Michel Dubois, Pascal Dumontier, Tamar Frankel, Manuel Kast, Marc Kruithof, Karim Maizar, Leo Th. Schruttt, Luc Thévenoz, Rolf Watter, Stefan Wieler, Eddy Wymeersch, et Jean-Baptiste Zufferey.

BF 2007 : Réglementation et autoréglementation des banques, bourses, négociants, placements collectifs, assurance et marchés financiers en Suisse. Publié par LUC THÉVENOZ & URS ZULAUF (2007).

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2006 de droit bancaire et financier* (2007). Avec des contributions de Christian Bovet, Mario Giovanoli, Nicolas Jeandin, Saverio Lembo, Vincent Martenet, Xavier Oberson, Luc Thévenoz et Urs Zulauf.

BÉNÉDICT FOËX, LUC THÉVENOZ & SPIROS V. BAZINAS (éd.) : *Réforme des sûretés mobilières : Les enseignements du Guide législatif de la CNUDCI – Reforming Secured Transactions : The UNCITRAL Legislative Guide as an Inspiration* (2007). Avec des contributions de Lionel Aeschlimann, Georges Affaki, Spiros V. Bazinas, Antoine Eigenmann, Bénédicte Foëx, Nicolas de Gottrau, Nicolas Jeandin, Gerard McCormack et Henricus J. Snijders.

BF Assurance : Réglementation et autoréglementation de l'assurance en Suisse. Publié par LUC THÉVENOZ & URS ZULAUF (2006).

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2005 de droit bancaire et financier* (2006). Avec des contributions de Lionel Aeschlimann, Alessandro Bizzozero, Christian Bovet, Bénédicct Foëx, Anne Héritier Lachat, Syvain Marchand, Jean-Christophe Pernollet, François Rayroux, Alexandre Richa et Luc Thévenoz.

CLAUDE LAPORTE : *La titrisation d'actifs en Suisse – Asset-Backed Securitisation* (2005).

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2004 de droit bancaire et financier* (2005). Avec des contributions de Christian Bovet, Claude Bretton-Chevallier, Ursula Cassani, Jacques Iffland, Romain Marti, Luc Thévenoz et Alexandre Richa.

RASHID BAHAR : *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – Une approche systématique* (2004).

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2003 de droit bancaire et financier* (2004). Avec des contributions de Christian Bovet, Claude Bretton-Chevallier, Jean-Claude Dufournet, Xavier Favre-Bulle, Bénédicct Foëx, Daniel Girsberger, Florence Guillaume, Jacques Iffland et Luc Thévenoz.

BF Blanchiment : Réglementation et autoréglementation de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme en Suisse. Publié par LUC THÉVENOZ & URS ZULAUF (2004).

Publications du Centre d'études juridiques européennes, Genève parues chez Schulthess Médias Juridiques, Genève · Zurich · Bâle

DANIEL KRAUS : *Les importations parallèles de produits brevetés* (2004).

JULIA XOUDIS : *Les accords de distribution au regard du droit de la concurrence* (2002).

CLAUDE BRETTON-CHEVALLIER : *Le gérant de fortune indépendant : Rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités* (2002).

LUC THÉVENOZ : *Trusts en Suisse : adhésion à la Convention de La Haye sur les trusts et codification de la fiducie – Trusts in Switzerland : ratification of the Hague Convention on trusts and codification of fiduciary transfers* (2001).

CHRISTINE CHAPPUIS & BÉNÉDICT WINIGER (éd.) : *La responsabilité fondée sur la confiance – Vertrauenshaftung* (2001). [Journée de la responsabilité civile 2001].

VINCENT JEANNERET (éd.) : *Aspects juridiques du commerce électronique* (2001). [Séminaires de l'Association genevoise de droit des affaires].

CHRISTINE CHAPPUIS, HENRY PETER & ANDREAS VON PLANTA : *Responsabilité de l'actionnaire majoritaire* (2000). [Séminaires de l'Association genevoise de droit des affaires].

CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Libéralisation des télécommunications : concentrations d'entreprises* (1999). [Journée du droit de la concurrence 1998].

LUC THÉVENOZ & MARCEL FONTAINE (éd.): *La monnaie unique et les pays tiers – The euro and non-participating countries* (1999). [Colloque international].

VINCENT JEANNERET (éd.): *Le séquestre selon la nouvelle LP* (1997).

GÉRARD HERTIG (éd.): *Le fonctionnement des sociétés et le respect des règles* (colloque Alain Hirsch) – *Die Führung der Gesellschaften und die Einhaltung der Regeln* (Kolloquium Alain Hirsch) (1996).

MARTIN ANDERSON & THIERRY HERTIG: *Institutional investors in Switzerland: their behavior and influence on financial markets and public companies* (1992).

ANNETTE ALTHAUS: *Die Lex Friedrich im Lichte der EG*. JULIA XODIS: *La demeure de débiteur de l'acheteur ayant conclu un contrat de vente internationale* (1992).

GÉRARD HERTIG & MARINA HERTIG-PELLI (éd.): *L'avant-projet de loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières* (colloque) – *Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel* (Kolloquium) (1992).

OLIVER GUILLOD (éd.): *Développements récents du droit de la responsabilité civile* (colloque) – *Neuere Entwicklungen im Haftpflichtrecht* (Kolloquium) (1991).

LUC THÉVENOZ: *Error and fraud in wholesale funds transfers: U.C.C. article 4A and the uncitral harmonization process* (1990).

XAVIER OBERSON: *Issues in the tax treatment of international interest rate and currency swap transactions: an analysis of the tax treatment of interest rate and currency swap transactions in the United States, Switzerland and under the OECD model* (1990).

ANNE-CATHERINE IMHOFF-SCHEIER & PAOLO MICHELE PATOCCHI: *Torts and unjust enrichment in the new Swiss conflict of laws – L'acte illicite et l'enrichissement illégitime dans le nouveau droit international privé suisse* (1990).

BERND STAUDER (éd.): *Liberalization and regulatory reform in the field of banking services in Europe: the Swiss consumer's point of view* (symposium) – *Libéralisation des services financiers bancaires en Europe: le point de vue du consommateur suisse* (colloque) (1989).

Journées de droit bancaire et financier parues chez Staempfli Editions SA, Berne

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 2002 de droit bancaire et financier* (2003). Avec des contributions de Giorgio Behr, Christian Bovet, Nicolas Jeandin, Henry Peter, François Rayroux, Luc Thévenoz et Daniel Zuberbühler.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2001 de droit bancaire et financier* (2002). Avec des contributions de Christian Bovet, Louis Gaillard, Nicolas de Gottrau, Olivier Hermand, Jacques Malherbe, Xavier Oberson, Marc Siegel, Luc Thévenoz et Urs Zulauf.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 2000 de droit bancaire et financier* (2001). Avec des contributions de Christian Bovet, Jacques Iffland, Catherine Kessedjian, Luc Thévenoz, Gilles Thieffry, Henri Torrione, Rita Trigo Trindade et Jean-Baptiste Zufferey.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.) : *Journée 1999 de droit bancaire et financier* (2000). Avec des contributions de Rashid Bahar, Christian Bovet, Claude Bretton-Chevallier, Hans Caspar von der Crone, Daniel Guggenheim, Maurice Harari, Jacques Iffland, Sylvain Matthey, Nicolas Merlino, Peter Nobel, Xavier Oberson et Henry Peter.

LUC THÉVENOZ (éd.) : *Journée 1997 de droit bancaire et financier* (1997). Avec des contributions de André Cuendet, Marco Franchetti, Anne Héritier Lachat, Jacques Iffland, Claude-Alain Margelisch, Xavier Oberson, Shelby du Pasquier, Riccardo Sansonetti et Blanche Sousi.

LUC THÉVENOZ (éd.) : *Journée 1996 de droit bancaire et financier* (1996). Avec des contributions de Alessandro Bizzozero, Christine Chappuis, Alain Hirsch, Alain B. Lévy, Patrizio Merciai, Andreas von Planta, Luc Thévenoz et Jean-Baptiste Zufferey.

LUC THÉVENOZ (éd.) : *Journée 1995 de droit bancaire et financier* (1995). Avec des contributions de Daniel Guggenheim, Alain Hirsch, Gabrielle Kaufmann-Kohler, Sylvain Matthey, Xavier Oberson, Renate Pfister-Liechti, Bernhard Strauli, Luc Thévenoz et Urs Zulauf.

LUC THÉVENOZ (éd.) : *Journée 1994 de droit bancaire et financier* (1994). Avec des contributions de Richard Barbey, Ursula Cassani, Maurice Harari, Xavier Oberson, Urs Philipp Roth, Claudia Spiess et Luc Thévenoz.