

DOCUMENT D'INFORMATION CLÉ POUR L'INVESTISSEUR

Une nouvelle manière de considérer les frais de gestion des OPCVM

► Les sociétés de gestion ont aujourd'hui adopté une nouvelle manière de présenter les frais supportés par les organismes de placement collectifs

► Les différents coûts sont maintenant agrégés, permettant des comparaisons internationales plus aisées, mais les investisseurs doivent adapter leurs habitudes

Les apparences sont parfois trompeuses. Depuis quelques semaines, il n'est pas rare d'entendre certains investisseurs - surtout particuliers - s'étonner de la brusque augmentation des frais de gestion figurant dans les documents que leur fournissent leurs conseillers ou gestionnaires avant de souscrire. Même si cela peut parfois être vrai, les frais sont pourtant souvent les mêmes.

C'est simplement leur présentation qui a changé avec l'apparition du document d'information clé pour l'investisseur (DICI, parfois appelé KIID, pour *key investor information document*) en lieu et place du « prospectus simplifié », successeur, avec le « prospectus complet », de la « notice AMF » depuis la directive OPCVM III votée le 21 novembre 2003 et transposée en 2005.

Aujourd'hui, avec la directive OPCVM IV du 13 juillet 2009 (transposée en France le 1^{er} août 2011), le nouveau DICI s'applique à tous les pays de l'Espace économique européen (EEE).

La vocation de ce document n'est pas d'entrer dans le détail de tous les faits d'un OPCVM (voir le tableau), dont la lecture pourrait rebuter le souscripteur, mais bien de pouvoir comparer les différents produits sur une même base.

Constantes. En premier lieu, certains frais présentés varient peu. C'est le cas des commissions de souscription et de rachat (frais d'entrée ou de sortie) qui figuraient déjà dans le prospectus simplifié. Certains points de détail ont cependant été aménagés. Dans le DICI, par exemple, les barèmes ne sont plus indiqués, pour des raisons de lisibilité et de place, et seuls les frais maximum sont présentés. Il était ainsi possible auparavant de distinguer des commissions de souscription en fonction des montants souscrits, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui.

Autre différence, il est maintenant souvent clairement explicité dans le DICI que les frais d'entrée rémunèrent le distributeur. Si le détail des commissions de souscription figurait bien dans le prospectus simplifié, étaient juste mentionnées les proportions acquises ou non acquises au fonds, sans mention à la distribution des produits.

Afin que l'investisseur soit bien conscient que ces frais servent principalement à couvrir la commercialisation, le document note même aujourd'hui que « dans certains cas, [l'investisseur peut] payer moins (...) et peut obtenir de son conseil ou de son distributeur le montant effectif des frais d'entrée ». Mis à part ces points, peu de changements sur la manière de présenter ces frais d'entrée ou de sortie, dont le montant moyen effectivement prélevé par les distributeurs diminue d'ailleurs progressivement depuis plusieurs années.

Frais réels. Si la manière de présenter les commissions de souscription reste identique, il n'en est pas de même pour les autres frais. Leur présentation, dans la première partie du prospectus simplifié (la partie A, la plus consultée) et le DICI, répondent à des logiques radicalement différentes. Auparavant, dans les premières pages du prospectus, figuraient les « frais de fonctionnement et de gestion » et les « commissions de mouvement », frais sur lesquels les

gestionnaires communiquaient, notamment lors du lancement de nouveaux produits. Aujourd'hui, ces deux notions ont été remplacées par une seule rubrique, intitulée « frais courants ».

Mais les changements ne se limitent pas à un simple aménagement sémantique. Les frais de fonctionnement et de gestion étaient des frais maximum, c'est-à-dire décidés

ex-ante par la société de gestion. De la même manière, les commissions de mouvement étaient affichées comme un montant maximal par transaction. Ce montant pouvait donc affecter plus ou moins l'OPCVM en fonction du taux de rotation du portefeuille (et donc le nombre de transactions).

De leur côté, les « frais courants » du DICI sont des frais totaux ex-post réellement prélevés sur l'exercice comptable précédent, ou une approximation de ces derniers au lancement des produits (*lire l'encadré*) ou lorsqu'un changement de gestion est intervenu et que les frais passés ne sont plus représentatifs de ceux précédemment prélevés.

Ces frais se rapprochent donc de ceux figurant dans la seconde partie (la partie B) de l'ancien prospectus (reprenant à la fois des données statistiques de performance et des données détaillées sur les frais), mais cette fois-ci agrégés.

Les commissions de surperformance sont, quant à elles, exclues des frais courants mais sont présentées à part avec une explication claire de leur assiette et de la manière dont elles sont calculées.

Des frais généralement stables... Mais comment, avec une constatation ex-post des frais, l'investisseur saura-t-il quels montants seront prélevés l'année suivante ? C'est parce qu'il a été relevé par les autorités de régulation que, sans changement notable dans la gestion d'un fonds, les frais prélevés d'une année sur l'autre restaient relativement constants. Ce mode de calcul des frais se révélerait donc être une bonne indication de ceux qui seront prélevés l'année suivante. « Chaque année, les gestionnaires doivent cependant mettre à jour les informations sur les frais contenues dans le DICI, comme cela était le cas pour la partie B du prospectus simplifié depuis 2005 », précise Michael Priem, CEO d'AMfine, une société notamment spécialisée dans la conception de ces documents.

POINTS CLÉS

- Le document d'information clé pour l'investisseur aménage la manière dont sont présentés les frais de gestion des OPCVM.

- Plutôt que de mettre en avant les frais théoriques maximum, le document présente les frais réels effectivement prélevés l'exercice comptable précédent.

- Les commissions de mouvement sont maintenant intégrées dans ce total, ainsi que les frais indirects.

- Les comparaisons internationales sont aujourd'hui facilitées puisque tous les pays doivent se plier à cette nouvelle présentation.

LE PROBLÈME DES CONTENTIEUX RÉSOLU

Nouvelle différence induite par la nouvelle réglementation, même si cela n'apparaît pas dans la présentation des frais : les frais d'avocats et de contentieux, qui étaient jusqu'à maintenant supportés par le gestionnaire, et donc inclus dans sa rémunération maximale, peuvent aujourd'hui être supportés par le fonds à l'instar de ce qui se pratique dans les produits luxembourgeois.

Avant cela, c'est donc la société de gestion et non pas le fonds qui devait s'acquitter, le cas échéant, de ces coûts. Et il était difficile pour celle-ci d'attaquer en justice un autre gestionnaire (l'affaire Madoff en est un bon exemple) ou une entité quelconque et de réintégrer ensuite les potentiels gains à l'intérieur des fonds français.

« A titre d'exemple, pour les récupérations de retenues à la source opérées par des Etats alors même qu'il existait une convention bilatérale de libération de ces prélèvements, le recours contentieux devait être effectué par le gestionnaire pour le compte du fonds. Mais cela posait un problème, car le payeur des frais de justice et le bénéficiaire de la régularisation étaient deux entités différentes. C'est maintenant le fonds qui paye ses propres frais de contentieux, et ce dans l'intérêt des porteurs », explique Jean-François Poulmais.

Jean-François Poulmais,
responsable juridiques Produits et marchés, Amundi



« La France était le seul pays qui avait une définition stricte des frais pouvant être prélevés aux fonds avec une liste exhaustive de tous les frais qui entraînent dans leur composition. Une idée qu'a d'ailleurs repris le CESR »

... **mais un DICI évolutif.** Les frais courants du DICI sont donc amenés à évoluer. Tout d'abord chaque année, et même ensuite en cours d'année en cas d'éloignement trop important avec les frais prélevés l'année précédente. « La directive oblige les sociétés de gestion à changer le taux figurant dans le DICI dès lors que celui-ci n'est plus cohérent avec les frais qui seront effectivement prélevés au cours de l'exercice », précise Jean-François Poulmais, responsable juridique Produits et marchés d'Amundi et expert européen auprès du CESR (Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières) sur ces sujets.

Les frais courants du DICI se rapprochent de ceux figurant dans la seconde partie (la partie B) de l'ancien prospectus, mais cette fois-ci agrégés

Aucun pourcentage n'est aujourd'hui fixé, mais selon la directive, une information doit être transmise au porteur dès lors que les frais figurant dans le DICI peuvent avoir un caractère trompeur. Après de multiples discussions avec les autorités, les professionnels tendent à considérer qu'un seuil de 10 % de différence entre les frais passés et les frais qui seront prélevés constitue la bonne limite à ne pas dépasser. Cela suppose, de la part de la société de gestion, une analyse fine de ses frais de gestion et c'est une raison pour laquelle certaines d'entre elles ont mis en place des outils d'analyse de frais plus précis qu'il y a quelques années.

Changement d'assiette. Par ailleurs, outre le caractère dynamique des frais induit par le nouveau document et l'agrégation de frais administratifs auparavant présentés séparément des frais de gestion, l'assiette de calcul des frais a également changé. Elle porte en effet aujourd'hui sur l'actif net, alors qu'elle portait sur l'actif net duquel étaient enlevés les montants relatifs aux OPCVM présents dans le fonds.

Les frais prennent donc maintenant en compte tous les frais des fonds sous-jacents, dès lors que leur proportion dépasse 20 %. Précédemment, les frais indirects - et les commissions de mouvement y afférentes - apparaissaient dans une rubrique séparée qui pouvait parfois échapper à la vigilance des souscripteurs. « Cette présentation est donc beaucoup plus lisible pour les fonds de fonds ou les fonds nourriciers car le souscripteur n'aura plus, dans ces cas, à effectuer la somme des frais directs et indirects ainsi que des commissions de mouvements figurant dans deux rubriques différentes pour se rendre compte des sommes qui seront prélevées au fonds », constate Jean-François Poulmais.

Une perte de détail inévitable. Avec cette nouvelle réglementation concernant la présentation des informations lors de la commercialisation d'OPCVM, la Commission européenne s'est placée du côté du porteur en déterminant quels sont les frais qu'il supporte effectivement, quitte à ce qu'il n'en comprenne pas vraiment la teneur exacte.

Le détail des montants qui reviennent aux différents acteurs de la chaîne de valeur ne figure plus dans le document qui sera remis à l'investisseur. « Cela suppose que l'investisseur final sache à quoi correspondent ces différents frais. Or, si les frais d'entrée ou de sortie sont parlants, le reste l'est beaucoup moins », regrette un professionnel.

Ces distinctions n'ont cependant pas disparu puisqu'un certain niveau de détail (comme les commissions de mouvement) demeure dans la note détaillée (l'ex-prospectus complet) avec d'ailleurs, dans cette dernière, un montant maximum (et non plus, cette fois-ci une approximation par rapport à l'année passée) que le gestionnaire ne pourra pas dépasser. « L'industrie demandait à ce que certains frais administratifs soient déplaçonnés, un peu à la manière de ce que faisait jusqu'à présent le Luxembourg, ce qui a été refusé par les autorités, explique un professionnel, mais le fait que le DICI ne fasse pas figurer le détail des frais reste un de ses points faibles. »

En effet, la note détaillée n'est généralement pas remise à l'investisseur et, quand bien même elle le serait, rares sont ceux ayant le courage de la lire jusqu'au bout. « Avec le DICI, le régulateur a présenté les frais de telle manière à ce qu'ils puissent être un critère de choix pour un investisseur, explique Julien Lobel, directeur associé chez 99 Partners. Cependant, pour que cela soit encore plus efficace, il aurait peut-être fallu en augmenter le niveau de détail - plutôt que de devoir aller chercher les informations dans la notice détaillée - et préciser dans chaque DICI la distinction entre les différentes parts plutôt que de publier un document différent par type de client. »

Mais une telle présentation susciterait inévitablement des questions de la part des investisseurs finaux auprès de leurs réseaux de distribution. Très vite, les sociétés de gestion chercheraient à pallier ce problème commercial par la création de fonds différents pour chaque type de clients (au lieu de parts différentes d'un même fonds) afin que cette information reste moins visible. « L'agrégation des frais est donc une manière de contenter à la fois l'investisseur, pour qu'il sache quel montant il paye effectivement, et la société de gestion qui peut continuer à adapter sa politique commerciale en fonction du type de clients concernés et du réseau de distribution par lequel elle passe », estime Cédric Chaumont, consultant chez 99 Partners.

Une comparaison avec l'international simplifiée. Outre le fait de procurer une meilleure information au porteur, la nouvelle présentation des frais a également vocation à améliorer la comparabilité internationale des produits. Déjà, la directive OPCVM III permettait une distribution transfrontalière des fonds, mais cette ouverture a encore été accrue avec la directive OPCVM IV. Or, dès 2003 lors de l'adoption de la directive OPCVM III, bien avant sa transposition en 2005, les régulateurs et les professionnels se sont rendu compte qu'à cause des différences de transposition du texte, les comparaisons internationales demeuraient très compliquées. Des groupes de travail ont donc dès lors commencé à étudier une nouvelle présentation des frais de gestion permettant une meilleure comparabilité de ces informations.

LE CAS PARTICULIER DES NOUVEAUX FONDS

Lors de la sortie d'un nouveau fonds, le gestionnaire dispose de plusieurs possibilités pour présenter ses frais de gestion.

► La première est d'indiquer les frais estimés qu'il prélèvera l'année suivante. Cette solution est parfois utilisée par les grandes sociétés de gestion disposant de gammes importantes de fonds. Les frais figurant dans le DICI sont alors des estimations en fonction des montants effectivement prélevés sur des fonds appartenant à la même catégorie et présentant des processus de gestion ressemblants.

► Autre solution : le gestionnaire pourra faire figurer dans le DICI des frais maximum. Peu de différences, donc, avec le prospectus simplifié si ce n'est que ces frais engloberont les commissions de mouvements. « Au début de la vie du fonds, certains frais fixes, comme les commissaires aux comptes, peuvent représenter un pourcentage important. C'est pour cette raison qu'il est donc préférable qu'il soit toujours possible de présenter des frais maximum », commente un gérant. Quoi qu'il en soit, au bout d'un an d'existence, les gérants sont dans l'obligation de faire figurer la totalité des frais effectivement prélevés.

Des différences notables entre les deux présentations

	DICI (frais prélevés en année n-1, en pourcentage de l'actif net moyen sauf mention contraire, y compris autres OPCVM si leur proportion dans le fonds est supérieure à 20 %)	Prospectus simplifié, partie A (montant maximum, en pourcentage de l'actif net moyen hors autres OPCVM)
Rémunération de la société de gestion	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais liés au dépositaire/teneur de compte	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais de distribution	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais de commissariat aux comptes	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais liés aux délégués (financiers, administratifs et comptable, valorisation)	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Commission de mouvement	Frais courants	Commission de mouvement (perçus par le dépositaire ou la société de gestion)
Frais d'enregistrements	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais d'audit	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais juridiques	Frais courants	Frais de fonctionnement et de gestion
Frais de contentieux	Frais courants	A la charge du gestionnaire (inclus dans la rémunération de la société de gestion et donc les frais de fonctionnement et de gestion)
Frais indirects d'autres OPCVM (si leur proportion est supérieure à 20 %)	Frais courants	Frais de gestion indirects, uniquement si le fonds investit plus de 50 % de son actif en autres OPCVM et non obligatoire
Droits d'entrée et/ou de sortie acquis à l'OPCVM	Droits d'entrée/sortie (max.)	Droits d'entrée/sortie acquis à l'OPCVM
Droits d'entrée et/ou de sortie non acquis à l'OPCVM	Droits d'entrée/sortie (max.)	Droits d'entrée et/ou de sortie non acquis à l'OPCVM
Commission de surperformance	Commission de surperformance	Commission de surperformance

Source : AMF

MARC LAGLACE, DIRECTEUR DE LA DIVISION PRODUITS ET COMMERCIALISATION AU SEIN DE LA DIRECTION DE LA GESTION D'ACTIFS, AMF

La nouvelle présentation permet de donner à l'investisseur une information sur les frais synthétique, conforme à la réalité et facile à appréhender



L'Agefi Actifs. - Quelles sont, dans les grandes lignes, les frais présentés dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) ?

Marc Laglace. - Issu de la directive OPCVM IV du 13 juillet 2009, le document d'information clé pour l'investisseur est un document remis obligatoirement à tous les souscripteurs des fonds, qui adopte une logique de frais réels constatés. Il présente, outre les commissions de souscription ou de sortie maximales, les « frais courants » englobant tous les coûts supportés par le fonds lors d'un exercice comptable - hormis les coûts de transaction des actifs sous-jacents. Ces frais reflètent donc la totalité des sommes effectivement prélevées sur un fonds ou, lors de la création de nouveaux produits, une simulation de ces montants calculés par la société de gestion. Ce document explique aussi, dans une rubrique à part, le mode de calcul précis des commissions de performance.

Quelles sont les principales différences avec l'ancien prospectus simplifié ?

- L'ancien prospectus simplifié était composé de deux parties. La première, appelée « partie A », présentait le détail des frais maximum qui pouvaient être

prélevés à l'OPCVM. Y figuraient donc notamment les frais de fonctionnement et de gestion, les commissions de mouvements et autres frais, les commissions de performance ainsi que les différentes commissions de souscription ou rachat.

La seconde partie, mise en place par la directive OPCVM III du 1^{er} novembre 2003 transposée en France en juin 2005, reprenait, *a posteriori*, le montant des frais effectivement prélevés par l'OPCVM après un exercice comptable de manière plus agrégée que dans la partie A. C'est donc de la partie B que s'inspire plus directement le DICI qui sera lui aussi mis à jour *a minima* tous les ans.

La notion de « frais maximum » n'est donc plus présente dans le document d'information ?

- Cette notion de frais maximum n'est effectivement pas présente dans le DICI - mis à part pour les commissions de souscription ou de sortie -, mais nous proposons de la maintenir dans la note détaillée (correspondant au prospectus de l'OPCVM) et discutons de ce sujet avec les professionnels actuellement. Ce document expose en effet un barème

de frais que la société de gestion ne peut dépasser aussi bien pour ce qui concerne les frais de fonctionnement et de gestion que pour les différents frais administratifs ou commissions de mouvement.

Ce sont d'ailleurs les modifications de ce barème, opérées par les sociétés de gestion si ces dernières veulent se donner la faculté d'augmenter les frais qu'elle prélèveront effectivement, qui serviront de déclencheur à l'envoi d'une information personnalisée au porteur lui offrant la possibilité de sortir sans frais. Ces modifications n'entraînent toutefois pas obligatoirement la publication d'un nouveau DICI. Cela n'est le cas que si les frais réels supportés par l'OPCVM étaient attendus supérieurs à ceux prélevés l'année précédente et n'étaient donc plus fiables, nécessitant ainsi une nouvelle estimation.

Quelles ont été les raisons qui ont conduit à ces modifications ?

- En premier lieu, cette présentation permet de donner à l'investisseur une information sur les frais synthétique, conforme à la réalité et facile à appréhender. Par ailleurs, le DICI permet une meilleure comparaison internationale des frais. En effet, quel que soit le lieu d'enregistrement d'un fonds,

l'assiette de comparaison est la même. Et si certains pays présentent des méthodes de comptabilisation des frais différentes, cela n'aura pas d'impact sur le montant global figurant dans le DICI.

Il est précisé, dans le DICI, qu'une partie des commissions de souscription rémunère la commercialisation des fonds. Faudra-t-il aussi faire figurer dans ce document le montant des rétrocessions faites aux distributeurs sur les frais courants ?

- Non, il n'est pas obligatoire de faire figurer cette information dans le DICI, les gestionnaires ayant des politiques de rétrocessions parfois différentes selon leurs canaux de distribution. Cependant, rien n'empêche les sociétés de gestion, si elles le souhaitent, d'afficher le détail de leurs frais de fonctionnement et de gestion dans la notice détaillée pour améliorer encore le niveau de comparaison avec les OPCVM issus des autres pays de l'Union européenne. Le distributeur reste néanmoins contraint d'informer ses clients des rétrocessions qu'il perçoit.

« La France était le seul pays qui avait une définition stricte des frais pouvant être prélevés aux fonds avec une liste exhaustive de tous les frais qui entraînent dans leur composition. Une idée qu'a d'ailleurs repris le CESR », note Jean-François Poulmais.

Les principales différences relevées concernent principalement les - très nombreux - produits luxembourgeois. Ces derniers mentionnent, dans leurs prospectus, les « *management fees* », c'est-à-dire uniquement la part des frais prélevés à l'OPCVM revenant à la société de gestion. Et il est parfois très compliqué de trouver dans la documentation certains autres frais administratifs qui, par ailleurs, demeureraient non soumis à un montant maximal. En France, ces frais figurent, pour beaucoup d'entre eux, dans le prospectus simplifié (soit inclus dans les frais de fonctionnement et de gestion, soit dans la rubrique commission de mouvement) et, quoi qu'il en soit, inclus dans les frais maximum prélevés sur le fonds.

Cela induit donc un problème de comparaison entre les frais des fonds luxembourgeois qui peuvent apparaître, parfois à tort, bien moins élevés que ceux des fonds français. Or, le calcul des frais courants du DICI effectivement prélevés pallie en partie ces problèmes. « *L'administration de fonds (comptabilité, valorisation notamment) relève en France de la société de gestion. Ces coûts se retrouvent donc indirectement dans les frais de gestion. Au Luxembourg, ils sont facturés séparément. Toutefois, globalement, le DICI permet une meilleure comparaison entre des produits d'origines géographiques différentes* », précise François Dubrau, directeur chez Eurogroup Consulting.

Le DICI propose donc une assiette commune de comparaison comprenant la rémunération du gestionnaire, les frais de dépositaire, les redevances aux associations professionnelles, les commissions de mouvement, les frais d'avocats et de contentieux, les frais de commissaire au compte et

de valorisateur et les frais administratifs des Sicav inhérents à l'aspect sociétal du véhicule.

La performance toujours plébiscitée. Evidemment, cette nouvelle présentation des frais ne changera pas la manière dont sont choisis les OPCVM : c'est avant tout la performance - présentée nette de frais - qui est le premier point de comparaison des investisseurs. Or, constate un professionnel, « *ce n'est pas parce qu'un gestionnaire prélève des frais élevés que ses souscripteurs sortiront, c'est avant tout parce qu'il n'aura pas obtenu de bonnes performances* ».

Des problèmes liés à la présentation des frais peuvent cependant survenir dans le cas d'une contre-performance. Un gérant aura, aujourd'hui, moins de facilité à justifier de frais totaux très élevés si son fonds a fait bien moins que son indice de référence. « *Les gestionnaires vertueux ayant toujours été raisonnables sur les frais annexes prélevés - comme les commissions de mouvements - ne sont pas pénalisés par cette nouvelle présentation, ce qui n'est pas le cas de ceux l'auront moins été* », met en garde Jean-François Poulmais. ■

FRANCK JOSELIN

► POUR ALLER PLUS LOIN

- *Position-recommandation AMF n°2011-05, Guide de passage du prospectus simplifié au document d'information clé pour l'investisseur (le « DICI »), en ligne sur le site de l'AMF (www.amf-france.org).*

- « *CSEr's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document* », CESR/10-674 du 1^{er} juillet 2010.

- *Guide pédagogique : S'informer sur... Le document d'information clé pour l'investisseur (DICI), en ligne sur le site de l'AMF.*