

Les flux financiers occultes dans le secteur des placements

Créer la transparence

Les flux financiers occultes se présentent sous différentes formes. Les caisses de pensions doivent veiller à ce que tous les paiements qui leur reviennent atterrissent effectivement chez elles.

Les caisses de pensions sont mandantes en différentes occasions. Par exemple lorsqu'elles chargent une banque de garder leurs titres ou un consultant de les assister dans le choix d'un gérant de fortune. Dans les deux cas, la caisse de pensions rémunère le mandataire: la banque sous forme de frais de dépôt de garde, le consultant sous forme d'honoraires.

Les indemnités de tiers appartiennent au mandant

Si le mandataire (dans notre exemple la banque ou le consultant) touche en plus des indemnités de tiers, il peut y avoir un problème d'incitation et la transparence est compromise. Le consultant pourrait en effet être tenté de recommander le gérant de fortune qui lui verse les indemnités les plus juteuses au lieu de celui qui répond le mieux aux besoins du client.

En tant que mandant, on veut pouvoir décider soi-même ce que vaut la prestation d'un mandataire. Si en plus des tiers le rémunèrent en cachette, ce n'est pas possible. D'ailleurs, on comprend mal pourquoi un mandataire toucherait une indemnité supplémentaire de la part de tiers pour une prestation fournie au client et pourquoi, le cas échéant, cette indemnité supplémentaire ne reviendrait pas au client (mandant).

Les indemnités de tiers sont également appelées flux financiers occultes car autrefois, elles restaient invisibles pour le mandant (la caisse de pensions). C'est pourtant la moindre des choses dans l'optique de l'investisseur, en l'occurrence la caisse de pensions, de savoir qui paie combien d'indemnités supplémentaires à son mandataire.

Le tribunal fédéral a confirmé dans une série d'arrêts qui font référence que de telles indemnités appartiennent au mandant et que l'on peut seulement y renoncer quand on sait à quoi on renonce.

Rétrocessions/dessous-de-table

Typiquement, les indemnités prennent la forme de rétrocessions ou de dessous-de-table qui portent toutes sortes de noms:

- Une finder's fee est une indemnité versée par le vendeur d'un produit à l'intermédiaire qui lui procure un client. Les consultants qui orientent un client vers un gérant de fortune sont les destinataires classiques d'une telle finder's fee. Parfois, ils expliquent au client qu'ils travaillent «gratuitement» puisque ce dernier ne paie pas d'honoraires directs. En français, la finder's fee s'appelle «commission d'intermédiaire».
- Une commission de placement (ou commission de guichet) est une indemnité honorant les efforts des banques qui participent à l'émission ou au placement de titres. C'est donc en quelque sorte une indemnité de distribution. Dans l'optique du client, la commission de placement pose un problème parce que la banque est rémunérée à la fois par le client (via les frais d'administration) et, indirectement, par l'émetteur; il peut en résulter des conflits d'intérêts.
- Les intermédiaires qui placent des prestations d'assurance (par exemple un contrat de réassurance) touchent normalement une commission. Là encore, le risque de conflits d'intérêts est grand. Est-ce que l'intermédiaire a recommandé la solution avec le meilleur rapport prix/prestations ou celle qui lui rapporte la plus belle commission? Cet exemple montre que le client doit absolument être au courant des commissions qui sont en jeu avant de prendre sa décision.
- Les suppléments d'émission qui grèvent les parts de fonds représentent une forme de frais de transaction. Ils peuvent être assez élevés en comparaison avec les frais de courtage ordi-

naires. Et le client passera à la caisse deux fois si on les lui demande en sus des frais d'administration qu'il paie déjà. Un conflit d'intérêts peut en outre survenir si le gérant de fortune est encouragé par des mesures incitatives à générer des suppléments d'émission aussi élevés que possible.

En bref

- > Si le mandataire reçoit des indemnités supplémentaires de la part d'un tiers, il en résulte des problèmes d'incitation et la transparence en pâtit
- > Il est difficile de chiffrer les flux financiers occultes

Rabais

Cependant, il n'y a pas que les rétrocessions. Les rabais qui ne sont pas répercutés sur l'investisseur représentent aussi un flux financier occulte:

- Beaucoup de gérants de fortune indépendants avaient l'habitude de négocier un rabais avec les banques sur les frais de courtage ou de dépôt. Et au lieu de répercuter sur leur client ce rabais qui était souvent un rabais de volume, ils le gardaient pour eux. Or, le gérant de fortune obtient ce rabais au titre de l'activité qu'il exerce pour le client, il ne fournit donc pas une prestation indépendante en faveur de la banque et il est normal que le rabais appartienne au client. La situation est moins claire lorsque le gérant de fortune profite aussi des frais de courtage à tarif réduit pour les transactions qu'il effectue pour son propre compte.
- Des rabais de ce genre étaient autrefois également consentis sur les frais d'émission et de reprise ou d'autres accords de prestations.
- Cette pratique et toute la problématique des flux financiers occultes ne concernent pas uniquement le marché boursier. Les propriétaires d'un logement ont eu affaire à un autre aspect du

problème, du moins par le passé: il existait en effet des architectes qui, lorsque les sous-traitants leur consentaient des rabais, ne les répercutaient pas entièrement sur le maître d'ouvrage. En plus de leurs honoraires payés par le maître d'ouvrage, ces architectes touchaient ainsi des indemnités versées par les fournisseurs.

Les rabais qui n'arrivent pas jusqu'au client constituent une forme de flux financiers particulièrement délicate, car ils peuvent inciter le mandataire à ne pas agir dans le meilleur intérêt du client, par exemple s'il est indemnisé au placement: plus il placera de commandes, plus il gagnera grâce au rabais. Il peut donc être tenté de multiplier les transactions inutiles.

Commission d'état

Le flux financier occulte qui suscite actuellement le plus de discussions dans le monde de la prévoyance et qui engage des sommes importantes pour de nombreuses caisses de pensions est celui des dénommées commissions d'état. Il s'agit de sommes que les vendeurs de fonds versent aux banques dépositaires en contrepartie du fait qu'elles gèrent leurs fonds dans les dépôts.

Or, les investisseurs versent déjà aux banques des frais de dépôt pour ce même travail. Il s'agit donc bien d'une double rémunération cachée. Il se peut que la banque ait tenu compte de cette commission d'état dans ses calculs et diminué les

frais de dépôt en conséquence. Mais le client ne peut en être certain puisqu'il n'a jamais été informé en toute transparence.

Paiements indirects

Cette forme d'indemnisation, les «soft dollars», est difficilement gérable. En l'occurrence, le gérant de fortune reçoit par exemple de la part d'un courtier des études gratuites, d'autres formes d'informations de valeur, ou des conditions préférentielles sur un logiciel ou du matériel. Les invitations à des séminaires ou des conférences sponsorisées sont également très répandus. En échange, une partie des transactions passe par le biais de ce courtier. Un paiement indirect de cette nature représente donc une forme de rabais. Il est souvent difficile de faire la part des choses entre un paiement indirect et un cadeau ordinaire sans importance.

Prendre la problématique au sérieux sans dramatiser

Pas toutes les caisses de pensions sont concernées de la même manière par ces flux financiers occultes. Dans un dépôt sans placements collectifs par exemple, les commissions d'état et les commissions d'émission ne jouent généralement pas de rôle. Par contre, il faudra veiller à ce que les courtages sur le négoce de titres individuels soient conformes au marché et que les rabais éventuellement y liés soient remis à la caisse de pensions.

Il est très difficile de chiffrer ces flux financiers. Mais à quelques exceptions

près, les sommes en jeu ne sont pas très importantes par rapport à la fortune globale d'une caisse de pensions. Elles ne représentent pas un poste de coûts d'une importance primordiale. Il ne faudrait donc pas consacrer toutes les ressources de la gestion des coûts à la suppression des flux financiers occultes. On risque de leur donner une importance démesurée et de reléguer au second plan dans l'opinion publique des problèmes autrement plus pressants du 2^e pilier.

Cela dit, il est du devoir de toutes les caisses de pensions de faire en sorte que toutes formes de paiements auxquels elles ont droit atterrissent effectivement dans leurs coffres et que toute la transparence soit faite à ce sujet.

Un monde plus transparent

Les flux financiers occultes continuent sans doute d'exister dans le 2^e pilier. Mais probablement dans une moindre mesure qu'il y a encore quelques années. Conformément à un sondage réalisé par Ernst & Young en 2013, les banques pensent dans leur majorité que les indemnités de distribution (et les commissions d'état en font partie au sens large du terme) sont vouées à disparaître sur le long terme.

Un monde sans paiements occultes ne serait pas forcément un monde moins coûteux pour les caisses de pensions, mais très certainement un monde plus transparent. ■

Hansruedi Scherer