c-alm | comprehensive asset liability management

Recommandations pour améliorer

la transparence des coûts au sens de l'art. 48a, al. 3, OPP 2

Mandant: **Office fédéral des assurances sociales (OFAS)**

Mandataire: **c-alm SA, St-Gall**

Contact: **Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm SA**

Email: ueli.mettler@c-alm.ch; Tel.: 071 227 35 38

Date: **17 août 2012**

c-alm AG
Zwinglistrasse 6
CH 9000 St.Gallen
T +41 71 227 35 35
F +41 71 227 35 30
info@c-alm.ch
www.c-alm.ch

Vorwort des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV)

Die vom BSV im Mai 2011 veröffentlichte Studie zu den Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule[1] löste ein sehr grosses Echo aus. Das ist zu einem grossen Teil darauf zurückzuführen, dass die Studie deutlich höhere Vermögensverwaltungskosten zutage brachte, als die vom Bundesamt für Statistik veröffentlichte Pensionskassenstatistik ausweist (für das Jahr 2009: 3,9 Milliarden Franken statt 795 Millionen gemäss BFS-Statistik).

Das Parlament hat im März 2010 die Bestimmungen zur Strukturreform der beruflichen Vorsorge verabschiedet hat. Die Hauptziele der Reform waren die Verbesserung der Transparenz und Governance in der Verwaltung der Vorsorgeeinrichtungen sowie eine Verstärkung der Aufsicht, namentlich durch die Einsetzung einer unabhängigen Oberaufsichtskommission. Am 10. Juni 2011 hat der Bundesrat die für die Umsetzung dieser Reform erforderlichen Verordnungsbestimmungen verabschiedet.

Zu den in diesem Rahmen verabschiedeten Vollzugsbestimmungen gehört Artikel 48a der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2[2]). Absatz 1 dieses Artikels führt die Verwaltungskosten auf, die in der Betriebsrechnung auszuweisen sind, darunter die Vermögensverwaltungskosten. Gemäss Absatz 3 von Artikel 48a BVV 2 müssen alle Anlagen, bei denen die Vermögensverwaltungskosten nicht ausgewiesen werden können, im Anhang der Jahresrechnung separat aufgeführt werden[3]. Diese neuen Bestimmungen sind am 1. Januar 2012 in Kraft getreten und gelten zum ersten Mal beim diesjährigen Rechnungsabschluss der Vorsorgeeinrichtungen.

Die Formulierung von Art. 48a BVV 2 lässt einen Interpretationsspielraum. Es bleibt den Vorsorgeeinrichtungen überlassen, zu bestimmen, bei welchen Anlagen die Verwaltungskosten in der Betriebsrechnung ausgewiesen werden bzw. welche weiteren Anlagen (deren Kosten nicht ausgewiesen werden können) im Anhang der Jahresrechnung aufgeführt werden. Angesichts der grossen Vielfalt der Anlageprodukte hielt der Kommentar zur Verordnung fest: «Eine präzise und den jeweiligen verschiedenen Anlagen und Produkten sachgerechte Definition der Vermögensverwaltungskosten lässt sich jedoch auf Verordnungsstufe nicht implementieren. Die

[1] BSV, «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule», Forschungsbericht Nr. 3/11
http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=de
[2] SR 831.441.1
[3] Der genaue Wortlaut von Art. 48a Abs. 3 BVV 2 ist auf Seite 1 des vorliegenden Dokuments zu finden.

Ausarbeitung solch fachtechnisch anspruchsvoller Ausführungen wird in der Folge bei Bedarf die Aufgabe der Oberaufsichtskommission sein»[4].

Im Bestreben, zu einer möglichst einheitlichen Anwendung sowie einer vollständigen Identifikation aller Vermögensverwaltungskosten zu gelangen, erteilte das BSV einen Auftrag zur Formulierung von konkreten Vorschlägen zur Umsetzung von Artikel 48a Absatz 3 BVV 2.

Die vorliegende Studie befasst sich mit der Frage, welche Anlageinstrumente Kosten verursachen, die bislang nicht in der Betriebsrechnung erscheinen und prägt in diesem Zusammenhang den Begriff der „kostentragenden Anlagen". Sie geht auf die Kriterien ein, die es ermöglichen, die verschiedenen Anlagenarten zu unterscheiden und zu bestimmen, ob diese als kostentragende Anlagen einzustufen sind (und folglich im Anhang der Jahresrechnung aufgeführt werden müssen). Um eine klare Kostendarstellung zu erhalten, empfiehlt die Studie, sich so weit wie möglich auf die TER (Total Expense Ratio oder Gesamtkostenquote) zu stützen, da diese Kostenkennzahl sehr weit verbreitet und international anerkannt ist. Ein Anlageprodukt, das eine TER ausweist, kann als transparent betrachtet werden.

Die Vielfalt der Anlageformen führt jedoch dazu, dass die Definition der TER in gewissen Fällen angepasst werden muss (z.B. Anlagen mit multiplen Verwaltungsstrukturen vom Typ Dachfonds oder Immobilienfonds) oder dass die TER nicht angewendet werden kann. Die Studie untersucht also mögliche Kennzahlalternativen zur TER und führt die Anlagekategorien auf, bei denen die TER nicht angewendet werden kann (z.B. Modelle vom Typ Private Markets [nicht kotierte Beteiligungsgesellschaften], oder strukturierte Produkte). Anlageprodukte, auf die sich die TER nicht anwenden lässt und/oder für die keine gleichwertige Kostenkennzahl verfügbar ist, müssen als intransparent betrachtet werden.

Aufgrund der manchmal komplexen Abgrenzungen zwischen den verschiedenen Anlagekategorien und der Kriterien zur Bestimmung der Transparenz bzw. Intransparenz eines Produktes in Bezug auf die Verwaltungskosten empfiehlt die Studie,

- (als Minimalvariante) die Kosten der als transparent geltenden Produkte im Anhang der Jahresrechnung als (kapital)gewichteten Gesamtbetrag aufzuführen,
- jede intransparente Anlage nach den Modalitäten gemäss Artikel 48a Absatz 3 BVV 2 im Anhang der Jahresrechnung aufzuführen.

[4] Kommentar zur Verordnung, S. 27
http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/23728.pdf

Das damit verfolgte Ziel ist höhere Transparenz über die tatsächlichen Vermögensverwaltungskosten. Indirekt kann so auch eine höhere Effizienz bei der Kostenkontrolle herbeigeführt werden. Ausserdem sollen die Empfehlungen eine Anreizwirkung auf die Ausgeber von intransparenten Anlageprodukten ausüben, damit diese die Informationsasymmetrien zum Nachteil der Anleger verringern.

Die an den Abschlussarbeiten zur vorliegenden Studie beteiligte Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge nahm auch an den zwei Anhörungen teil, die das BSV aufgrund eines Vorentwurfs organisiert hatte. Sie ist der Ansicht, dass die vorliegenden Empfehlungen mögliche Modalitäten für die Umsetzung von Artikel 48a Absatz 3 BVV 2 beinhalten und eine Grundlage für die Erarbeitung von verbindlichen Regeln bilden. Die Kommission plant die Veröffentlichung von solchen Regeln in den nächsten Monaten.

Colette Nova
Vize-Direktorin
Leiterin des Geschäftsfeldes Internationale Angelegenheiten und berufliche Vorsorge

Avant-propos de l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS)

L'étude publiée par l'OFAS en mai 2011 au sujet des frais de gestion de la fortune dans le 2e pilier[5] a rencontré un écho très important. Il est dû pour une grande part au fait que cette étude a fait apparaître des frais de gestion de fortune beaucoup plus élevés que ceux indiqués par la statistique des caisses de pensions publiée par l'Office fédéral de la statistique (pour l'année 2009, 3,9 milliards de francs au lieu de 795 millions selon la statistique de l'OFS).

Le Parlement a adopté au mois de mars 2010 les dispositions relatives à la réforme structurelle de la prévoyance professionnelle, dont les objectifs centraux étaient d'améliorer la transparence et la gouvernance dans la gestion des institutions de prévoyance et de renforcer la surveillance, notamment par l'institution d'une Commission de haute surveillance indépendante. Le 10 juin 2011, le Conseil fédéral a adopté les dispositions d'ordonnance nécessaires à la mise en œuvre de cette réforme.

Au nombre des dispositions d'exécution adoptées dans ce cadre figure en particulier l'article 48a de l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2[6]). Le 1er alinéa de cet article énumère les frais d'administration qui doivent être indiqués dans le compte d'exploitation, parmi lesquels les frais de gestion de la fortune. Le 3e alinéa dudit article 48*a* OPP 2 prévoit l'inscription dans l'annexe aux comptes annuels de chacun des placements pour lesquels les frais de gestion de la fortune ne peuvent pas être indiqués[7]. Ces nouvelles dispositions étant entrées en vigueur le 1er janvier 2012, elles s'appliqueront pour la première fois cette année lors de la clôture des comptes des institutions de prévoyance.

La formulation de l'article 48a OPP 2 laisse une marge d'interprétation importante. Le soin de déterminer pour quels placements les frais de gestion sont indiqués dans le compte d'exploitation, respectivement quels autres placements (dont les frais ne peuvent être indiqués) sont mentionnés dans l'annexe aux comptes annuels, est laissé aux institutions de prévoyance. Face à la multiplicité et à la diversité des produits de placement, le commentaire de l'ordonnance relevait l'impossibilité « …de définir précisément dans l'ordonnance les frais de gestion de la fortune correspondant aux

[5] OFAS, « Frais de gestion de la fortune dans le 2e pilier », Rapport de recherche n° 3/11
http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=fr
[6] RS 831.441.1
[7] Le libellé de l'art. 48a, al. 3 OPP 2 est reproduit à la page 4 du présent document

différents placements et produits. C'est donc à la Commission de haute surveillance qu'il reviendra, si besoin est, d'établir une liste, avec toutes les difficultés techniques que cela implique »[8].

Le souci d'aboutir à une application aussi uniforme que possible, ainsi qu'à une identification aussi étendue que possible de l'ensemble des frais de gestion de fortune, a conduit l'OFAS à attribuer un mandat visant la formulation de propositions concrètes pour l'application de l'article 48*a*, al. 3 OPP 2.

La présente étude porte sur la question de savoir quels instruments de placement sont générateurs de frais qui n'apparaissent pas dans le compte d'exploitation des institutions de prévoyance. A cette fin, elle se fonde sur la notion de « placements incluant des frais ». L'étude présente les critères qui permettent de distinguer les différents types de placements et de déterminer s'ils doivent être considérés comme des placements incluant des frais (et doivent par conséquent être mentionnés dans l'annexe aux comptes annuels). Pour obtenir une vision claire des frais encourus, l'étude préconise le recours aussi étendu que possible au TER (Total Expense Ratio), du fait que cet indicateur est très largement répandu et internationalement reconnu. Un produit de placement qui publie un TER peut être considéré comme transparent.

La diversité des formes de placement conduit cependant soit à ce que la définition du TER doive être adaptée dans certains cas (placements à structures de gestion multiples du type fonds de fonds ou fonds immobiliers par exemple), soit à ce que le TER ne puisse pas être appliqué. L'étude examine alors les définitions divergentes et les possibles indicateurs alternatifs au TER, et elle répertorie les catégories de placements pour lesquelles le TER n'est pas applicable (modèles du type Private Markets [sociétés de participation non cotées], produits structurés). Les produits de placement pour lesquels le TER n'est pas applicable, et/ou ceux pour lesquels aucun indicateur équivalent n'est disponible, doivent être considérés comme non transparents.

Sur la base de délimitations parfois complexes entre les différentes catégories de placement et des critères conduisant à considérer qu'un produit est transparent ou au contraire non transparent du point de vue des frais de gestion, l'étude recommande

- d'indiquer (en tant que variante minimale) les frais des produits réputés transparents sous la forme de la somme pondérée (par la fortune) de l'ensemble de ces frais dans l'annexe aux comptes annuels

[8] Commentaire de l'ordonnance, p. 26
http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/23729.pdf

- de mentionner dans l'annexe aux comptes chacun des placements non transparents selon les modalités prévues par l'article 48*a*, al. 3 OPP 2.

L'objectif visé est d'obtenir une transparence accrue des frais réels ou effectifs de gestion de la fortune. Il en découle un objectif indirect : aboutir à une meilleure efficience dans la maîtrise des coûts. De même, les recommandations visent à exercer un effet incitatif sur les émetteurs de produits de placement non transparents, de manière à ce que les asymétries d'information au détriment des investisseurs soient réduites.

Associée à la phase finale des travaux d'élaboration de la présente étude, la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle a également participé aux deux auditions organisées par l'OFAS sur la base d'un avant-projet. Elle estime que les présentes recommandations indiquent de possibles modalités d'application de l'article 48a, al. 3 OPP 2 et constituent une base pour l'élaboration de règles contraignantes. La commission prévoit de publier de telles règles dans les prochains mois.

Colette Nova
Vice-directrice
Cheffe du domaine Affaires internationales et prévoyance professionnelle

Table des matières

1. Zusammenfassung 1

Résumé 4

2. Bases pour l'élaboration des recommandations proposées 7

2.1. Participation des groupes d'intérêts 8

2.2. Objectifs de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 9

2.3. Structure du document 10

3. Définition de la notion de « placement incluant des frais » 11

3.1. Types de placements incluant des frais 11

3.2. Placements incluant des frais et champ d'application de la LPCC 12

3.3. Délimitation des sociétés de participation et d'investissement 14

3.3.1. Fonds et sociétés d'investissement, structures équivalentes 14

3.3.2. Problèmes d'application aux sociétés d'investissement cotées en bourse 15

3.3.3. Dérogation 16

3.3.4. La dérogation implique-t-elle un risque de contournement de la loi ? 17

3.4. Délimitation des produits structurés 18

3.4.1. Distinction par rapport aux instruments dérivés 19

3.4.2. Distinction par rapport à d'autres genres d'obligations 21

4. Définition de la transparence des frais 22

4.1. Le TER, base de la présentation des frais 22

4.1.1. Le TER, un indicateur répandu à l'échelle internationale 22

4.1.2. Définitions du TER selon la Swiss Fund Association (SFA) 23

4.1.3. Autres définitions du TER 25

4.2. Autres indicateurs de coûts 26

4.2.1. Notion d'« all-in-fee » selon l'OPCC 26

4.2.2. « Frais courants » selon le KIID 26

4.2.3. Définition « TER+TTC » dans le rapport de l'OFAS 27
4.3. Evaluation des différentes notions de coûts 28
4.4. Types de produits sans TER 30
4.4.1. Structure des coûts des produits structurés 30
4.4.2. Structure des coûts des véhicules des marchés privés 32
4.5. Délimitation des placements transparents : instantané de l'état des lieux 34
5. Présentation des composantes de frais transparentes 35
6. Appréciation 37
6.1. Davantage de transparence ? 37
6.2. Uniformité et égalité de traitement ? 37
6.3. Praticabilité 38

1. Zusammenfassung

Art. 48a Abs. 3 BVV2

Am 1. Januar 2012 ist Art. 48a Abs. 3 BVV2 in Kraft getreten. Das primäre Ziel des Verordnungsartikels besteht in der Erhöhung der Kostentransparenz bei den Vermögensanlagen. Die Umsetzung des Artikels erfolgt durch die Vorsorgeeinrichtungen im Anhang der Jahresrechnung. Der Wortlaut des Verordnungsartikels lautet wie folgt:

Wortlaut Art. 48a Abs. 3 BVV2

> Können die Vermögensverwaltungskosten bei einer oder mehreren Anlagen nicht ausgewiesen werden, so muss die Höhe des in diese Anlagen investierten Vermögens im Anhang der Jahresrechnung separat ausgewiesen werden. Die betreffenden Anlagen sind einzeln unter Angabe der ISIN (International Securities Identification Number), des Anbieters, des Produktenamens, des Bestandes und des Marktwertes per Stichtag aufzuführen. Das oberste Organ muss jährlich die Gewichtung analysieren.

Interpretations-spielräume in der Anwendung

Die Umsetzung des Verordnungswortlauts lässt für die Vorsorge-einrichtungen Interpretationsspielräume zu. Um den Adressaten eine konkrete Orientierungshilfe zu bieten und gleichzeitig eine zu heterogene Auslegung des Verordnungswortlauts mit negativen Folgen für die Vergleichbarkeit der Jahresrechnung zu vermeiden, hat sich das Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) entschieden, von der c-alm AG einen Vorschlag für die Umsetzung des Verordnungsartikels erarbeiten zu lassen.

Konkret ergeben sich aus dem Verordnungswortlaut drei Fragestellungen:

Frage 1: Abgrenzung der kostentragenden Anlagen

1. **Abgrenzung der kostentragenden Anlagen:** Art. 48a Abs. 3 BVV2 umfasst alle Anlagen. Der Gesetzgeber bezweckt mit diesem Artikel, die innerhalb einzelner Anlagen anfallenden Kosten, die direkt mit deren Wertentwicklung verrechnet werden, besser sichtbar zu machen. Leider ist die Gruppe der Anlagen, die solche Kosten enthalten, nicht eindeutig definiert und lässt sich auch nicht anhand einfacher Kriterien abgrenzen. Wir verwenden im Folgenden den Begriff der „kostentragenden Anlagen“. Der Definition dieses Begriffs kommt im Rahmen der nachfolgenden Ausführungen eine entscheidende Bedeutung zu.

   Lösungsvorschlag: Das Konzept der kostentragenden Anlagen umfasst alle kollektiven Anlagen, die im Geltungsbereich des Schweizerischen Kollektivanlagegesetzes (KAG) enthalten sind. Zusätzlich werden weitere Anlageinstrumente der Gruppe der kostentragenden Anlagen zugeordnet,

die nicht vom KAG erfasst sind (Ausländische Fonds und Investmentgesellschaften für qualifizierte Investoren, Anlagestiftungen, strukturierte Produkte). Für die nicht als „kostentragende Anlagen“ eingestuften Anlagen impliziert der neue Art. 48a Abs. 3 BVV2 gemäss diesem Vorschlag keine Änderungen in der Rechnungslegung.

2. **Frage nach dem Kostennachweis:** Es stehen potenziell diverse Kostendefinitionen und –kennzahlen zur Verfügung, um den von der Verordnung geforderten Kostennachweis zu erbringen. Im Sinne der Vergleichbarkeit wäre es wünschenswert, wenn für die unterschiedlichen Vehikel der Vermögensanlage inhaltlich möglichst äquivalente Kennzahlen zur Anwendung kommen würden.

   Frage 2: Begriff der Kosten-transparenz

   Lösungsvorschlag: Die Gebührendarstellung gemäss Art. 48a Abs. 3 BVV2 wird auf die international anerkannte Kostenkennzahl, die Total Expense Ratio (TER), ausgerichtet. Ein Grossteil der kollektiven Kapitalanlagen weist diese Kennzahl bereits heute im Jahresbericht aus. Für die Anbieter der übrigen kostentragenden Anlagen, die bislang aus verschiedenen Gründen keine solche Kostenkennzahl ausweisen, bildet die Verwendung der TER einen wichtigen Orientierungspunkt für die (Weiter-) Entwicklung der Kostendarlegung.

3. **Frage nach der Verarbeitung der Kosten in der Jahresrechnung:** Sowohl bei den als transparent anerkannten kostentragenden Anlagen als auch bei den Anlagen ohne transparenten Kostennachweis werden die Kosten direkt mit der Renditeentwicklung verrechnet und **erscheinen damit nicht als Kostenaufwand in der Jahresrechnung der Vorsorgeeinrichtung**. Während die nicht transparenten Anlagen gemäss Verordnung im Anhang der Jahresrechnung aufgeführt werden müssen, stellt sich die Frage, wie – im Sinne der anvisierten Transparenzerhöhung – die Kosten der transparenten Anlagen dargestellt werden können.

   Frage 3: Buchhalterische Umsetzung

   Lösungsvorschlag: Die Kosten der transparenten, kollektiven Anlagen werden im Anhang der Jahresrechnung als gewichteter Gesamtbetrag ausgewiesen. Damit würde der neue Verordnungsartikel Art. 48a Abs. 3 BVV2 nur den Anhang der Jahresrechnung, nicht aber die Betriebsrechnung selbst tangieren. Diese Offenlegungspflicht im Anhang der Jahresrechnung ist nicht etwa als zusätzlich auferlegte Aufgabe, sondern als direkter Ausfluss

der Forderung von Art. 48a Abs 1b BVV2 zu sehen, dass nämlich die Kosten für die Vermögensverwaltung – wenn sie denn bekannt sind – auch ausgewiesen werden müssen.

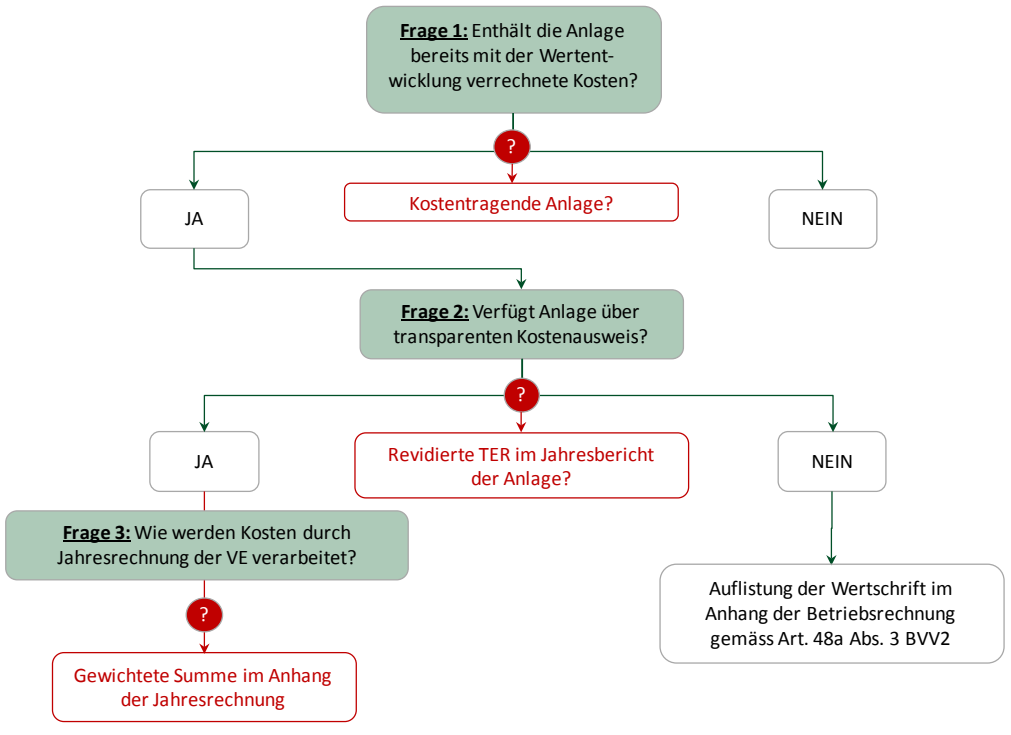
Viele Spezialfälle!

Die zu den einzelnen Fragestellungen präsentierten Lösungsvorschläge sind nicht immer eindeutig. Im Einzelfall können sich nicht triviale Abgrenzungs- und Interpretationsfragen ergeben. Ein substanzieller Teil der Kapitel 3 bis 5 ist denn auch der Diskussion dieser Spezialfälle gewidmet.

Prüfschema für Vorsorge-einrichtungen

Für die Vorsorgeeinrichtungen ergibt sich nun nach Massgabe der drei obigen Fragestellungen die Anwendung des nachfolgend skizzierten Prüfschemas. Die Anwendung des Prüfschemas erfolgt auf der Grundlage des Vermögensverzeichnisses am Bilanzstichtag.Bei der Kostendarlegung gemäss Art. 48a Abs. 3 BVV2 handelt es sich damit um eine Stichtags- und nicht um eine Periodenbetrachtung.

Prüfschema für Anwendung des Art. 48a Abs. 3 BVV2



Darstellung 1: Übersicht über die Fragen, die bei der konkreten Anwendung des Art. 48a Abs. 3 BVV2 für die einzelnen Anlagen durchlaufen werden müssen

Résumé

L'art. 48*a*, al. 3, de l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2) est entré en vigueur le 1er janvier 2012. Cet article a pour principal objectif de renforcer la transparence des frais de gestion de la fortune. Il est appliqué dans l'annexe aux comptes annuels des institutions de prévoyance. Sa teneur est la suivante :

Art. 48*a*, al. 3, OPP 2

> Si les frais de gestion de la fortune pour un ou plusieurs placements ne peuvent être indiqués, le montant de la fortune investie dans ces placements figure séparément dans l'annexe aux comptes annuels. Chacun de ces placements est identifié par son code ISIN (*International Securities Identification Number*), son fournisseur, son nom de produit, son volume et sa valeur de marché au jour de référence. L'organe suprême analyse chaque année la pondération des placements et se prononce sur la poursuite de la politique de placement.

Libellé de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

L'ordonnance laisse une certaine marge d'interprétation aux institutions de prévoyance pour ce qui est de l'application. Afin de fournir des repères concrets aux destinataires concernés et d'éviter des divergences d'interprétation susceptibles de nuire à la comparabilité des comptes annuels, l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS) a confié à c-alm SA le mandat d'élaborer des modalités concrètes d'application de l'article d'ordonnance précité.

Marge d'interpré-tation pour l'application

Le libellé de l'ordonnance soulève des questions à trois égards.

1. **Délimitation des placements incluant des frais :** L'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 concerne la totalité des placements. Avec cette disposition, le législateur vise à rendre mieux visibles les frais inclus dans certaines catégories de placements. Ces frais ne sont pas apparents parce qu'ils sont directement imputés à l'évolution de la valeur des placement correspondants. Or, le groupe des placements incluant de tels frais – ci-après « placements incluant des frais » - n'est pas clairement défini et ses limites ne peuvent être dessinées sur la base de critères simples. La définition de la notion de placements incluant des frais a par conséquent une importance déterminante dans le cadre de la présente démarche.

   Question 1 : Délimitation des placements incluant des frais

   Solution proposée : Le groupe des placements incluant des frais s'étend à tous les placements collectifs auxquels s'applique la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC). Il inclut aussi d'autres instruments de placement qui ne sont pas visés par la LPCC (fonds étrangers, sociétés d'investissement pour investisseurs qualifiés, fondations de placement, produits structurés). Pour les

placements qui ne sont pas considérés comme des placements incluant des frais au sens de la présente étude, l'article 48*a*, al. 3, OPP 2, n'induit aucune modification pour la tenue des comptes des institutions de prévoyance.

2. **Indication des frais de gestion :** Il existe plusieurs définitions ou indicateurs pour présenter les frais de gestion conformément aux exigences de l'ordonnance précitée. Or, pour faciliter les comparaisons, il serait souhaitable d'utiliser des indicateurs à la signification aussi équivalente que possible pour toutes les formes de placements.

   Question 2 : Notion de transparence des frais

   Solution proposée : L'indication des frais conformément à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 est fondée sur le « total expense ratio » (TER), qui est la définition des frais la plus largement reconnue et la plus répandue au niveau international. Une grande partie des placements collectifs de capitaux présentent d'ores et déjà les frais sur la base de cet indicateur dans leur rapport annuel. L'utilisation du TER peut aussi constituer une référence pour les prestataires qui proposent d'autres formes de placements entrant dans le champ d'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 mais qui, pour diverses raisons, n'ont pas encore présenté un tel indicateur et doivent mettre en place ou développer des modalités d'indication des frais de gestion.

3. **Présentation des frais dans les comptes annuels :** Les frais afférents tant aux placements incluant des frais considérés comme transparents qu'aux autres placements qui ne comportent pas d'indication transparente des frais sont directement déduits de l'évolution de la valeur des placements et **n'apparaissent donc pas en tant que charges dans les comptes annuels des institutions de prévoyance**. Alors qu'aux termes de l'ordonnance, la fortune investie dans des placements non transparents doit figurer dans l'annexe aux comptes annuels, il est nécessaire de déterminer quelle est la meilleure façon - au sens du gain de transparence visé par l'ordonnance - d'indiquer les frais de gestion des placements dits transparents.

   Question 3 : Mise en œuvre comptable

   Solution proposée : Les frais des placements collectifs transparents sont indiqués sous la forme d'un montant global pondéré dans l'annexe au comptes annuels. De cette manière, l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 concerne uniquement l'annexe aux comptes annuels mais pas le compte d'exploitation proprement dit. Cette indication dans l'annexe aux comptes annuels ne doit pas être considérée comme une tâche supplémentaire imposée, mais comme une indication découlant directement de l'exigence de l'article 48*a*, al. 1, let. b, OPP 2, qui veut

que les frais de gestion de la fortune – lorsqu'ils sont connus – soient indiqués.

De nombreux cas particuliers !

Les solutions proposées ne sont pas toujours parfaitement évidentes. Certains cas peuvent soulever des questions de délimitation ou d'interprétation complexes. Les chapitres 3 à 5 traitent en grande partie de ces cas particuliers.

Schéma de vérification destiné aux institutions de prévoyance (IP)

Sur la base des questions et des solutions proposées ci-avant, les institutions de prévoyance pourront appliquer le schéma de vérification esquissé ci-dessous. L'utilisation de ce schéma se fonde sur l'état de la fortune à la date du bilan. L'indication des frais de gestion de la fortune selon l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 est donc basée sur une date de référence précise et non pas sur une période déterminée.

Schéma de vérification pour l'application de l'article 48a, al. 3, OPP 2

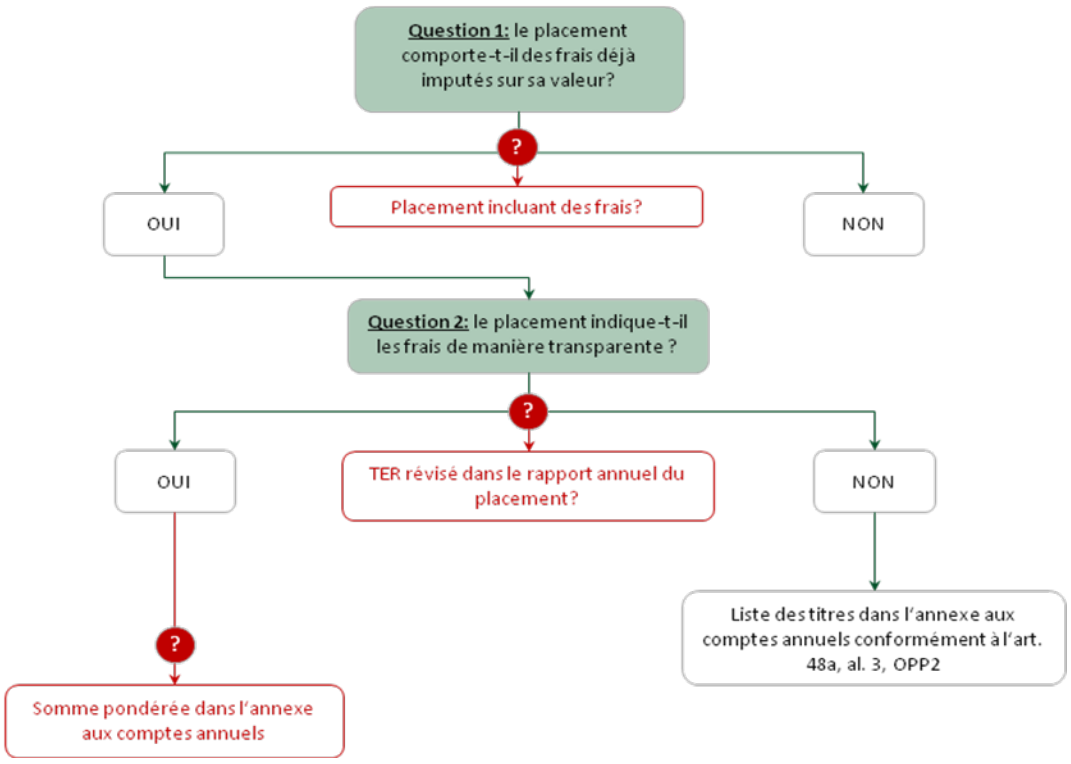


Figure 1 : Questions à examiner pour chacun des placements en vue de l'application concrète de l'art. 48a, al. 3, OPP 2

2. Bases pour l'élaboration des recommandations proposées

Diverses interprétations de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

Si l'on peut envisager, outre la solution présentée dans ce document, d'autres façons de concrétiser l'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, elles se situent néanmoins toutes entre les deux variantes extrêmes décrites ci-dessous, « Adoption de listes exhaustives de produits » et « Absence de normes ».

Variante « Absence de normes »

Dans la variante « Absence de normes », chaque institution de prévoyance devrait pour la première fois, à la fin 2012, interpréter la teneur de l'ordonnance selon ses propres critères, ou avec l'aide de sa société d'audit. Il n'est pas interdit de penser que des usages apparaîtraient progressivement, à moyen terme, dans l'application de l'alinéa et la surveillance de celle-ci, si cette variante était choisie.

Variante « Listes de produits fermées »

Si c'est la variante « Listes exhaustives de produits » qui est retenue, la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (ci-après CHS PP) devra tenir une liste des placements transparents. Tout placement ne figurant pas sur cette liste serait considéré comme non transparent et devrait être indiqué dans l'annexe aux comptes annuels de l'institution de prévoyance.

Solutions possibles pour la mise en œuvre de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

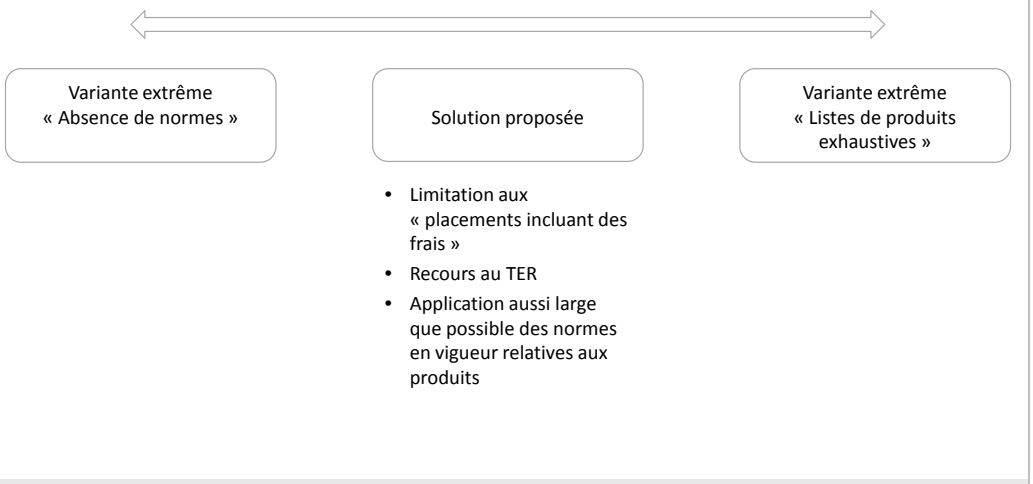


Figure 2 : Solution proposée, à mi-chemin entre le laissez-faire et l'homologation des produits

Variante médiane

Comme le montre la figure ci-dessus, l'étude présentée ici prend ses distances par rapport aux variantes extrêmes pour proposer une solution médiane qui comporte les trois caractéristiques suivantes :

- Application limitée aux placements incluant des frais
- Recours au total expense ratio (TER)
- Application aussi large que possible des normes en vigueur relatives aux produits.

2.1. Participation des groupes d'intérêts

Auditions d'experts, de représentants des IP, d'associations et d'organisations faîtières

La solution proposée dans ce rapport est le fruit de plusieurs entretiens avec des experts du domaine. Outre de nombreux échanges informels, l'OFAS a, sur la base d'une version préliminaire du présent document, organisé deux auditions de représentants des institutions de prévoyance[9] et de diverses associations et organisations faîtières des fournisseurs de produits[10]. Nous reproduisons ci-après une synthèse des avis et des commentaires que les participants ont exprimés.

Commentaires

- **<u>TER, indicateur reconnu de mesure des frais</u> :** Tant les représentants des institutions de prévoyance que ceux des fournisseurs de produits estiment que le total expense ratio (TER) est un indicateur approprié.
- **<u>Référence aux réglementations des produits existantes</u> :** Les groupes d'intérêts des fournisseurs de produits se félicitent du principe qui veut que l'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 s'inspire autant que faire se peut des réglementations existantes. C'est en effet la seule façon de garantir une réglementation uniforme des produits financiers et d'éviter les doublons.
- **<u>Pas de base de données de produits</u> :** La CHS PP soutient fondamentalement l'application des réglementations en vigueur, rejetant, en raison d'un rapport coûts-utilité insuffisant, la solution de remplacement consistant à dresser une liste complète des produits transparents au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 et à l'enregistrer dans une base de données. En effet, la tenue à jour d'une telle base de données de produits de placement occasionnerait des frais qui ne seraient pas justifiés par l'utilité que l'on en retirerait. Les représentants de l'ASIP, de la Conférence des autorités cantonales de surveillance et des Swiss

[9] Audition n° 1 du 26 avril 2012 avec les participants suivants : Conférence des autorités cantonales de surveillance, ASIP, Chambre fiduciaire suisse, Swiss GAAP RPC, Chambre suisse des actuaires-conseils, CHS PP et Office fédéral des assurances sociales (OFAS)

[10] Audition n° 2 du 8 mai 2012 avec les participants suivants : Swiss Funds Association (SFA), Association suisse des banquiers, Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (KGAST), Association Suisse Produits Structurés (ASPS), Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), CHS PP et Office fédéral des assurances sociales (OFAS)

GAAP RPC accordent eux aussi leur préférence à l'adoption de critères aussi simples que possible, plutôt qu'à la gestion à la fois laborieuse et coûteuse d'une base de données de produits.

2.2. Objectifs de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

Objectif

Etant donné l'existence d'un mandat légal, la question n'est pas tant de savoir s'il faut appliquer l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 que d'en définir les modalités concrètes de mise en œuvre. L'élaboration des présentes recommandations, enrichie des nombreuses réactions dont il est fait brièvement état ci-dessus, a été guidée par les objectifs que l'article en question poursuit et par le cadre dans lequel s'insère sa mise en œuvre.

Problématique complexe

Les réponses aux questions soulevées par le schéma de vérification – en particulier la distinction entre les placements incluant des frais et les autres – ont toute leur importance, car l'institution de prévoyance doit trouver une solution aussi cohérente que possible pour tous les véhicules de placement qui s'offrent à elle. En l'absence d'une norme globale régissant l'ensemble des types de véhicules de placement, force est de se référer à certaines dispositions des diverses normes déjà en vigueur[11]. Dans le cadre de l'élaboration de recommandations, cette situation crée des marges d'interprétation et occasionne des conflits d'objectifs. Il est dès lors important d'expliquer un par un les objectifs et les conditions qui servent de cadre à l'élaboration de ces propositions d'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 :

- **Transparence :** Les charges de gestion de la fortune actuellement indiquées dans les comptes annuels ne sont guère révélatrices des coûts effectifs d'une structure de placement. En adoptant l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, le législateur entend améliorer la validité et la comparabilité des coûts inscrits aux comptes annuels, attendant aussi de l'amélioration de la transparence des gains d'efficience qui se concrétisent par des économies réelles.

Objectif : amélioration de la transparence => amélioration de l'efficience

- **Uniformité des réglementations :** En vertu du principe « same business, same rules », les divers véhicules de placement devraient être appréciés et régis par des normes uniformes. Si des placements identiques ou similaires sont

Objectif : comparabilité et uniformité

[11] Il s'agit principalement de la LPCC et des règles d'autorégulation adoptées à cet égard par la Swiss Fund Association (SFA) et l'Association suisse des banquiers, de la nouvelle ordonnance sur les fonds de placement et des directives de l'association faîtière (KGAST) dans le domaine des fondations de placement et, dans celui des produits structurés, des publications de l'association suisse (ASPS), des règles de publication de diverses bourses, etc.

soumis à des réglementations (trop) différentes, les fournisseurs de produits seront tentés de contourner les normes.

- **Simplicité de la procédure, condition de l'applicabilité :** L'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 à la politique concrète de placement des institutions de prévoyance est très complexe. Dès lors, il est souhaitable que ces institutions – destinataires de la disposition – disposent de garde-fous aussi clairs et simples que possible pour appliquer le nouvel alinéa dans l'esprit de la loi.

Condition en marge : praticabilité

Les divers objectifs visés par les présentes recommandations donnent naissance à des conflits qui n'ont pas toujours de solution. De surcroît, des limites aujourd'hui claires peuvent s'estomper à l'avenir, d'où la nécessité de voir dans l'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 une problématique dynamique qui doit constamment s'adapter à l'évolution de son environnement, comme les innovations dans le domaine financier ou les nouveaux modèles régulatoires.

Conflits d'objectifs évoluant avec le temps

2.3. Structure du document

La structure de la partie principale du document découle des trois questions posées dans le schéma de vérification :

- **Chapitre 3 :** définition de la notion de placements incluant des frais
- **Chapitre 4 :** cadre conceptuel relatif à la publication des frais/coûts
- **Chapitre 5 :** présentation des frais de produits transparents dans les comptes annuels

Questions d'application

Le chapitre 6 concluant l'étude présente un aide-mémoire qui reprend la teneur des chapitres précédents. Son but est de mettre à la disposition des institutions de prévoyance un outil de travail pour la publication de leurs frais de gestion de la fortune dans les comptes annuels ou dans l'annexe d'une façon conforme aux dispositions d'ordonnance.

Aide-mémoire pour les institutions de prévoyance

3. Définition de la notion de « placement incluant des frais »

Objectifs de la notion de placement incluant des frais

La notion de « placement incluant des frais » s'inspire des objectifs formulés au chapitre précédent :

- Transparence
- Uniformité
- Simplicité de la procédure

Dans un premier temps, notre propos sera de distinguer clairement les placements incluant des frais des autres placements.

3.1. Types de placements incluant des frais

Délimitation du champ d'application

Le champ d'application de la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) sert naturellement de base à la délimitation des placements incluant des frais. Il faut cependant aussi s'intéresser à des placements de nature comparable, mais qui ne sont pas régis par la LPCC. Aussi distinguons-nous ci-dessous quatre catégories principales de placements incluant des frais :

Quatre catégories principales de placements collectifs

- **Fonds/patrimoine séparé :** Un fonds rassemble les titres ou valeurs acquis dans le cadre d'un placement collectif, que la société d'exploitation gère en tant que portefeuille collectif indépendamment de ses activités commerciales.[12] L'investisseur qui acquiert une part devient propriétaire au prorata des titres et valeurs détenus par le fonds. Du point de vue juridique, le fonds adopte d'accoutumée la forme d'un fonds commun de placement (FCP).

- **Sociétés d'investissement :** Les sociétés de participation ou d'investissement gèrent les fonds que lui confient les investisseurs. Ceux-ci reçoivent des parts sociales et sont donc intéressés au rendement de la société de participation ou d'investissement. Dans les normes qui régissent les fonds, les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les SICAF (sociétés d'investissement à capital fixe) sont des formes répandues de sociétés de participation et d'investissement.

[12] L'importance de cette définition réside dans le fait que, en cas de faillite de la société de gestion, la fortune du fonds ne subit pas de pertes de valeurs.

- **Fondations de placement :** Les fondations de placement sont une forme particulière de placement collectif réservée aux institutions de prévoyance suisses.

- **Produits structurés :** Les produits structurés reflètent l'évolution d'une ou plusieurs valeurs sous-jacentes, librement choisies. Il est aussi possible de fixer en toute liberté l'effet de levier entre la valeur du produit structuré et celle des placements sous-jacents. En dépit des différences juridiques importantes qui distinguent un produit structuré des autres formes de placement collectif[13], il faut, du point de vue matériel, le considérer comme un produit de remplacement des autres formes de placement collectif. Ainsi, une stratégie de placement[14] donnée, proposée à plusieurs investisseurs, peut se concrétiser tant par la constitution d'un fonds, d'une société de placement ou d'une fondation de placement que par l'émission d'un certificat structuré en conséquence (dont l'échéance serait illimitée).

Questions de délimitation

Les catégories du fonds et de la fondation de placement ne présentent pas de problèmes de délimitation, contrairement aux sociétés d'investissement et aux produits structurés. Nous étudierons en détail les questions de délimitation qui se posent pour ces deux dernières catégories, au point 3.3 pour les sociétés d'investissement, et au point 3.4. pour les produits structurés.

3.2. Placements incluant des frais et champ d'application de la LPCC

LPCC

La proposition de délimitation des placements incluant des frais au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 montre que le catalogue de placements incluant des frais est plus étendu que le champ d'application de la LPCC. Dans la figure de la page suivante, ce champ d'application est représenté en vert :

[13] Puisqu'ils sont émis par les prestataires financiers, les produits structurés sont, juridiquement parlant, une obligation. Dès lors, l'investisseur est exposé au risque de défaillance de l'émetteur, un risque qui peut être réduit ou éliminé par différentes modalités de nantissement.

[14] Pour formuler un objectif de placement, il faut définir avec précision le segment de placement, un univers de placement déterminé et le style de gestion souhaité.

Champ d'application de la LPCC, base de la délimitation

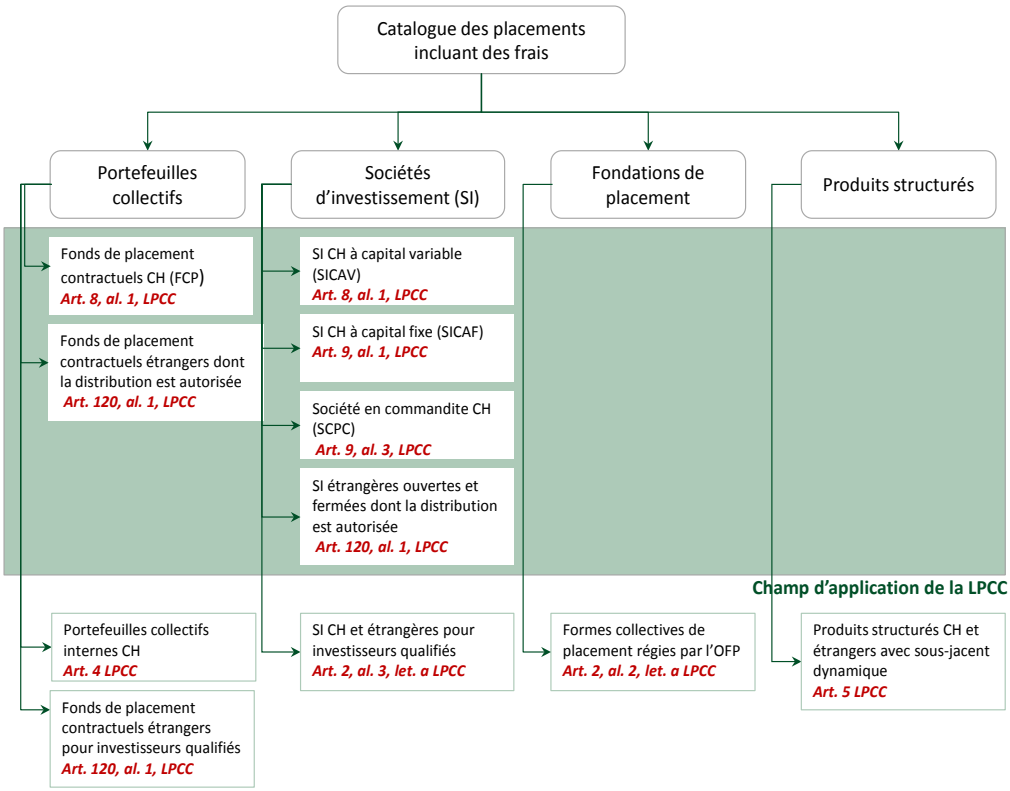


Figure 3 : Proposition de délimitation des placements incluant des frais au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 en comparaison avec le champ d'application de la LPCC

Hachuré en vert : champ d'application de la LPCC

Afin de garantir l'application de normes uniformes, il faut étendre le groupe des placements incluant des frais au-delà du champ d'application de la LPCC, représenté en vert dans la figure ci-dessus. Par souci de cohérence et d'égalité de traitement, il y a lieu de ranger parmi les placements incluant des frais, outre ceux qui sont régis par la LPCC, les catégories suivantes de formes de placement collectif :

Recoupement partiel avec le champ d'application de la LPCC

- Fonds et sociétés d'investissement étrangers réservés aux ***investisseurs qualifiés***
- Fondations de placement
- Produits structurés

3.3. Délimitation des sociétés de participation et d'investissement

3.3.1. Fonds et sociétés d'investissement, structures équivalentes

Autre contenant pour le même contenu

Les deux catégories des fonds (portefeuille collectif sans personnalité juridique) et des sociétés d'investissement (société de personnes ou société possédant la personnalité juridique) sont pratiquement équivalentes (c'est-à-dire qu'elles sont interchangeables). Dans la plupart des pays, ces deux canaux sont pour l'essentiel soumis à l'autorité nationale de surveillance des marchés financiers. En Suisse aussi, le principe « same business, same rules », qui a présidé à la dernière révision totale de la loi fédérale sur les placements collectifs, a eu pour conséquence que (la plupart) des formes de sociétés d'investissement – et, en particulier, les SICAV et les SICAF – soient désormais soumises à la surveillance de la FINMA. La structure dominante (fonds ou société) dans un pays donné dépend habituellement des conséquences fiscales. Un bon exemple de l'interchangeabilité des deux formes juridiques est fourni par le véhicule de placement « real estate investment trust » (REIT) bénéficiant de privilèges fiscaux, dont la forme juridique dépend du domicile.[15]

« Same business, same rules »

Le principe « same business, same rules » implique que l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 doit accorder le même traitement aux deux catégories, les fonds et les sociétés d'investissement. Il faut donc ***fondamentalement*** ranger parmi les placements incluant des frais les formes suivantes émanant de ces deux catégories :

Formes de fonds et de sociétés d'investissement

- Fonds de placement traditionnels[16] suisses et étrangers
- Fonds de fonds suisses et étrangers
- Fonds à investisseur unique suisses et étrangers
- Sociétés d'investissement suisses
    - Sociétés d'investissement cotées
    - Sociétés d'investissement non cotées

[15] de.wikipédia.org donne la définition suivante du « real estate investment trust » : « … la forme juridique des REIT dépend des lois de chaque pays. Aux États-Unis, en Australie et au Canada, ils peuvent être une fiducie ou encore une société de capitaux dans le premier pays mentionné. La Belgique a opté pour le fonds d'investissement, tandis que les Pays-Bas et la France ont choisi la forme d'une société de capitaux à responsabilité limitée (appelée société civile de placement immobilier en France). » (trad. OFAS)

[16] Fonds ayant un seul niveau de gestion, contrairement aux structures présentant plusieurs niveaux, comme les fonds de fonds.

- Sociétés immobilières

- Sociétés d'investissement étrangères
  - Sociétés d'investissement et de placement de capitaux étrangères, cotées ou non
  - Fonds de placement sur le modèle anglo-saxon
  - Entités à vocation spéciale avec but de placement
  - Limited Partnership (société en commandite simple)

3.3.2. Problèmes d'application aux sociétés d'investissement cotées en bourse

Deux problèmes se posent toutefois lors de l'application aux sociétés de participation et d'investissement suisses et étrangères cotées en bourse :

Pas de surveillance des fonds – Pas de « TER »

- Les diverses formes de sociétés de participation et d'investissement ne sont pas toutes soumises à la surveillance de l'autorité nationale et ne sont dès lors pas tenues de publier leurs frais de gestion de la fortune, par exemple sous la forme d'un total expense ratio (TER).

Composantes indicielles

- Les sociétés de participation et d'investissement cotées font partie d'indices sur action généraux. Ainsi, les sociétés immobilières PSP Swiss Property, Swiss Prime Site ou encore Allreal entrent dans le panier de l'indice suisse sur actions appelé ***SPI Swiss Performance Index***. Or, si l'on rangeait ces instruments parmi les placements incluant des frais, un fonds indiciel SPI, par exemple, devrait tenir compte, pour calculer l'indicateur des frais, non seulement des dépenses du fonds (1er niveau), mais aussi des charges (pondérées) des sociétés d'investissement faisant partie de l'univers de placement (2e niveau de gestion). Concrètement, le TER d'un fonds de placement indiciel SPI ne satisferait plus aux exigences de transparence de l'art. 48*a* OPP 2, dans la mesure où les frais occasionnés au deuxième niveau de gestion par les sociétés mentionnées ci-dessus ne seraient pas traités. Demander à ses sociétés d'établir un état des frais conduirait à modifier également l'état des frais de tous les produits de placement entrant dans la composition du SPI. Dès lors, les règles de publication en vigueur seraient de fait annulées au plan des produits et ne pourraient plus être utilisées pour évaluer la transparence au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2.

3.3.3. Dérogation

La conséquence : une dérogation

Pour cette raison, nous recommandons de ne pas ranger parmi les placements incluant des frais les produits de placement des sociétés immobilières, des sociétés de participation et des sociétés d'investissement lorsque ces sociétés remplissent cumulativement les deux conditions ci-dessous :

- La société est cotée en bourse.
- La société n'est pas surveillée par une autorité nationale.

Problèmes de délimitation des sociétés de participation et d'investissement

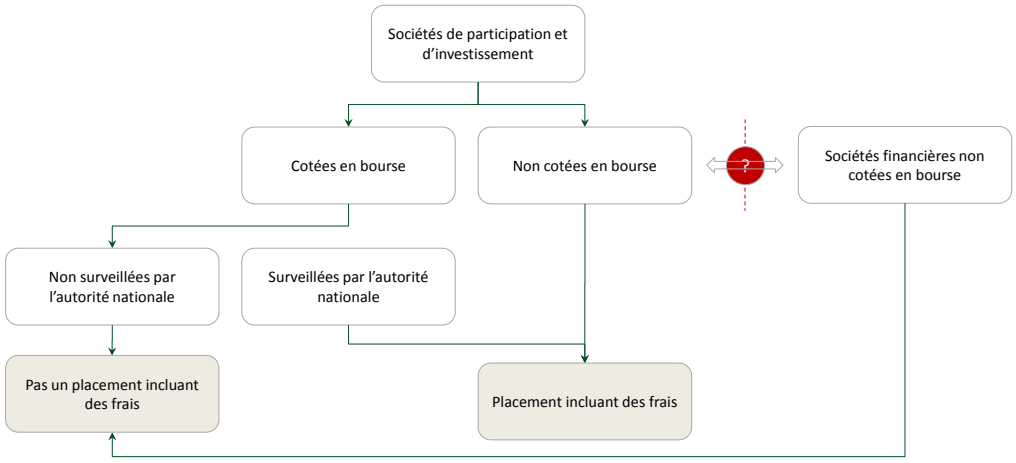


Figure 4 : Cotation en bourse et surveillance par l'autorité nationale, critères d'attribution des sociétés de participation et d'investissement cotées

Société d'investissement ou société financière ?

Il faut par ailleurs distinguer les sociétés de participation et d'investissement non cotées des sociétés financières qui ne retirent pas leurs revenus du placement de leur fortune sociale.

Pour procéder à cette distinction, il faut analyser les modèles commerciaux prépondérants dans le secteur de la finance et des placements, qui se classent de la façon suivante :

- **Opérations hors bilan :** Opérations bancaires par le biais desquelles l'entreprise ne devient ni créancière (opérations actives), ni débitrice (opérations actives). Les opérations hors bilan sont rémunérées par une commission.

- **<u>Opérations passives (inscrites au bilan)</u> :** Les entreprises qui tirent l'essentiel de leurs revenus d'opérations passives inscrites au bilan sont principalement des banques d'affaires qui réalisent les opérations traditionnelles sur le différentiel d'intérêts[17]. Il va de soi qu'une société d'investissement peut aussi réaliser des opérations passives (inscrites au bilan), dans la mesure où il s'agit d'investissements financés par des tiers ou par effet de levier.
- **<u>Opérations actives (inscrites au bilan) :</u>** Dans ce domaine, les limites entre l'orientation à long terme de ces opérations (caractéristique des sociétés de participation) et l'orientation à court terme, axée sur la réalisation continue de bénéfices résultant des opérations de négoce (caractéristique de la division Banque d'investissement d'une banque universelle) sont floues.

Pour conclure cette comparaison des divers modèles commerciaux qui dominent le secteur de la finance et des investissements, signalons que les sociétés qui obtiennent la majeure partie de leurs bénéfices d'opérations actives (inscrites au bilan) sont semblables à des fonds et doivent donc être rangées parmi les placements incluant des frais. Il reste néanmoins une marge d'appréciation.

3.3.4. La dérogation implique-t-elle un risque de contournement de la loi ?

Appréciation de la dérogation

La dérogation proposée pour les sociétés de participation et d'investissement cotées en bourses et non soumises à la surveillance de l'autorité nationale constitue, tout bien considéré, une concession au profit de l'applicabilité et de la praticabilité de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2. Il en résulte que les formes de placement ci-dessous, par exemple, ne sont pas considérées comme des placements incluant des frais :

- Les Real Estate Investment Trusts (REIT) cotés et, par conséquent, les quelque 400 véhicules de placement qui entrent dans le panier de l'indice FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index.
- Les sociétés immobilières cotées à la Bourse suisse, comme Swiss Prime Site, PSP Swiss Property ou Allreal
- Les sociétés d'investissement cotées à la Bourse suisse, soit, concrètement, les titres entrant dans la composition de l'indice des sociétés d'investissement (Bloomberg-Ticker IGSTR)

[17] Ces établissements octroient des crédits à moyen et long termes à des particuliers et à des entreprises en tirant parti des dépôts d'épargne à court terme qui leur sont confiés.

- Les véhicules de capital-investissement cotés, comme ceux que l'on retrouve dans l'indice LPX Composite.

Manquement au principe de l'uniformité

En regard de l'exigence d'uniformité des règles ou du principe « same business, same rules », la dérogation ci-dessus est évidemment insatisfaisante, surtout pour le fournisseur d'un produit qui tombe sous le coup de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 et dont un produit comparable bénéficie de la dérogation. Signalons cependant que le fait d'être coté en bourse – condition pour bénéficier de la dérogation proposée – exige la présentation d'une documentation fouillée et un niveau de transparence élevé. Aussi supposons-nous que cette dérogation ne se traduira pas par un contournement systématique de la loi. Toutefois, si la CHS PP constatait une tendance au contournement de la loi, il faudrait revoir cette dérogation.

3.4. Délimitation des produits structurés

Définition de la notion

Les produits structurés sont des instruments de placement dont le rendement ou la valeur de remboursement dépend de l'évolution d'un ou plusieurs sous-jacents correspondants. Ils peuvent avoir une durée fixe ou illimitée et se baser sur certains ou plusieurs éléments, indépendamment de leur pondération.[18]

La forme juridique des produits structurés est l'obligation, de sorte que l'investisseur est exposé, pendant la durée de vie du produit, au risque de défaillance de l'émetteur, lequel jouit d'une grande latitude pour déterminer les caractéristiques de son produit.

Délimitation

Pour garantir la cohérence des normes et éviter leur contournement, il faut circonscrire de manière large la catégorie des produits structurés :

- Produits structurés suisses et étrangers
- Produits cotés et non cotés
- Produits structurés capitalisés et non capitalisés[19]

Problèmes de délimitation

Des critères économiques ne permettent pas de distinguer les produits structurés d'autres genres d'obligations, ni des instruments dérivés « standard ».

[18] Cette définition émane de l'**Association suisse des banquiers (2007)** : « Directives concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés », p. 4.
[19] Les produits structurés non capitalisés ou « unfunded » sont aussi nommés « Total Return Swaps ».

Problèmes de délimitation soulevés par les produits structurés

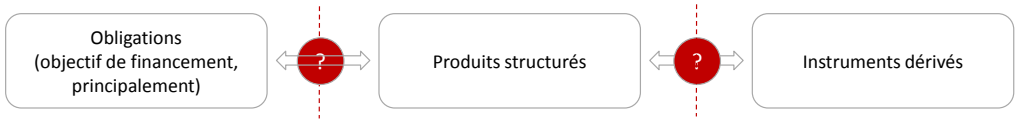


Figure 5 : Limites floues entre les produits structurés et les autres genres d'obligations, d'une part, et les instruments dérivés, d'autre part

3.4.1. Distinction par rapport aux instruments dérivés

La distinction entre produits structurés et instruments dérivés est arbitraire et chaque institution la trace à sa façon[20]. Aussi n'est-il pas utile d'établir une distinction fondée sur les caractéristiques des produits.

Art. 48*a*, al. 3, OPP 2

Dans le but de distinguer les produits structurés (= placements sur dérivés incluant des frais) des dérivés standard (= placements n'incluant pas de frais), il est possible de s'en référer à l'art. 56*a*, al. 3, OPP 2 : l'utilisation et la présentation des dérivés (standard) sont en effet déjà régies par cet article. Dès lors, tout instrument dérivé qui satisfait aux prescriptions de l'art. 56*a* n'est pas un produit structuré et n'est pas classé parmi les placements incluant des frais. Les critères de classification découlant de l'art. 56*a* OPP 2 sont les suivants :

Art. 56*a* OPP 2

- L'instrument dérivé se rapporte à un sous-jacent régi par l'art. 53 OPP 2 (cf. l'art. 56*a*, al. 1, OPP 2).
- Le dérivé doit pouvoir être converti en équivalents de sous-jacents au jour de référence (par le delta, dans le cas des options). À défaut, il n'est pas possible de vérifier le respect de l'interdiction de l'effet de levier (cf. l'art. 56*a*, al. 4, OPP 2) et de la vente à découvert (art. 56*a*, al. 3, OPP 2).

Toutefois, lorsque le sous-jacent d'un dérivé qui peut être converti en équivalents de sous-jacents selon l'art. 56*a*, al. 3, OPP 2, est lui-même un placement incluant des frais, l'instrument dérivé doit lui aussi être automatiquement rangé parmi les

Exception : le sous-jacent est lui-même régi par l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

[20] Ainsi, les produits de levier qui, selon la « Swiss Derivative Map » (système de classement de l'Association Suisse Produits Structurés), constituent une catégorie de produits structurés à part entière, ne figurent pas dans la liste des produits structurés de la FINMA. S'il n'existe certes pas de définition contraignante de la FINMA, celle-ci a néanmoins accepté, en approuvant les directives de l'ASB concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés, la formulation qui figure en page 4 de ces directives : « De même, n'entrent pas dans la catégorie des produits structurés les opérations à terme et sur option (par ex. Futures, Warrants, Traded Options, etc.), indépendamment de leur structure juridique. »

placements incluant des frais. C'est le cas par exemple d'un total return swap sur un hedge fund ou sur un indice de hedge funds.

Art. 48a et 56a, des normes complémentaires

Lorsqu'un instrument dérivé ne peut pas être présenté conformément à l'art. 56*a* OPP 2, il est considéré comme un produit structuré et, par conséquent, comme un placement incluant des frais. Puisqu'il faut indiquer dans les comptes annuels tant les dérivés régis par l'art. 56*a* OPP 2 que, selon la proposition ci-dessus, les produits structurés régis par l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, la marge d'appréciation requise dans certains cas n'exerce pratiquement pas d'influence sur la transparence. A ce titre, l'art. 56*a*, OPP2, et l'art. 48*a*, al. 3, OPP2, constituent des normes de régulation ***complémentaires***. Le schéma suivant s'applique à la distinction entre instruments dérivés et produits structurés et à leur comptabilisation dans les comptes annuels.

Distinction entre les dérivés (standards) et les produits structurés

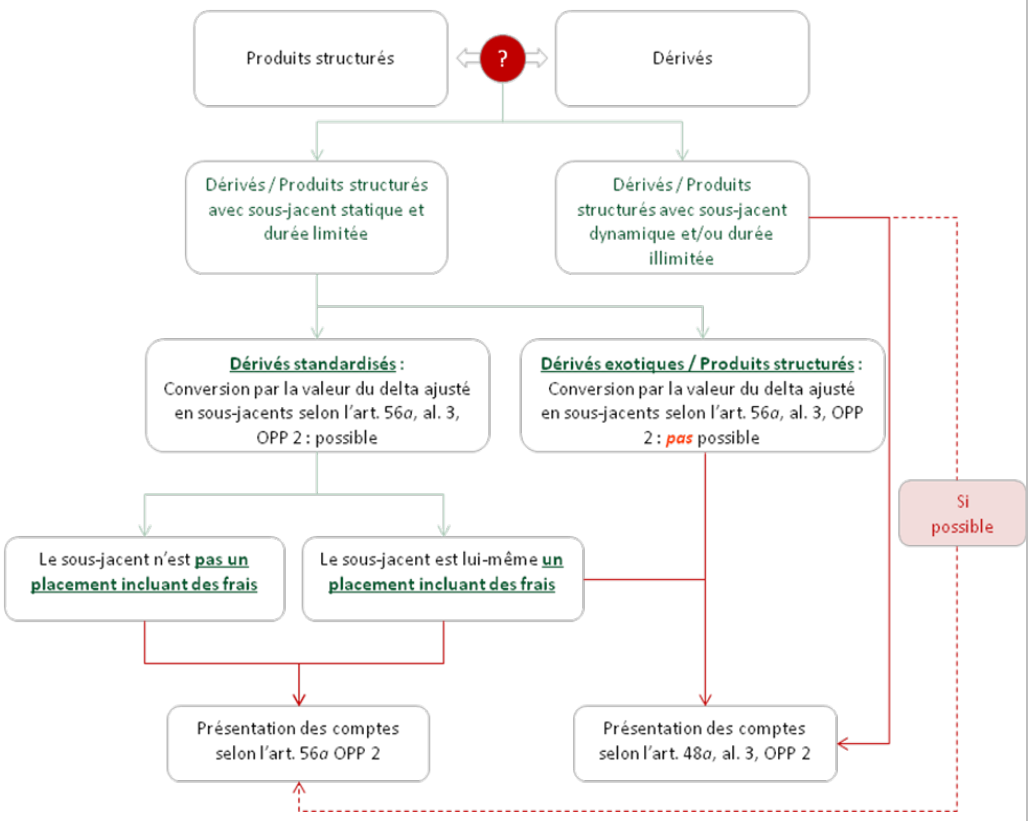


Figure 6 : Distinction entre dérivés (standardisés) et produits structurés et conséquences pour la présentation des comptes

3.4.2. Distinction par rapport à d'autres genres d'obligations

Obligations standardisées et obligations exotiques

Pour distinguer les obligations (standardisées), qui ne sont pas à considérer comme des placements incluant des frais, des produits structurés ou obligations non standardisées, la solution proposée ici s'inspire de la pratique de la FINMA[21], dans le but de garantir l'uniformité des normes dans toute la Suisse. Pour opérer cette distinction, il faut savoir si une obligation a pour principale fonction d'assurer le financement d'une entreprise ou plutôt de permettre un transfert de risque.

La marge d'appréciation ne disparaît pas complètement

Il n'est pas possible de déterminer de façon catégorique si une obligation poursuit réellement pour l'essentiel un but de financement (=> il ne s'agirait alors pas d'un placement incluant des frais) ou s'il s'agit d'un produit structuré au sens strict (=> nous serions alors en présence d'un placement incluant des frais) qui donne à un ou plusieurs investisseurs accès à l'engagement qu'ils désirent. Dès lors, l'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 laisse subsister une certaine marge d'appréciation à cet égard.

Une autre solution envisageable serait de dresser une liste complète de tous les placements dont on considère qu'ils n'incluent pas de frais.

[21] Pour trancher cette question de délimitation, la FINMA se réfère aux prescriptions d'autorégulation adoptées par l'Association suisse des banquiers : *« Les produits visant essentiellement un objectif de financement ou un transfert de risque au sens strict, tels que notamment les Collateralized Debt Obligations, Credit Linked Notes, Asset Backed Securities, Convertible Bonds et emprunts obligataires au sens de l'art. 1156 CO ne tombent ni sous le coup de la LPCC, ni de son art. 5 »* (Directives concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés, p. 4).

4. Définition de la transparence des frais

Principe de l'autorégulation

Comme il en va habituellement des placements collectifs en Suisse et à l'étranger, ce ne sont pas les autorités de surveillance elles-mêmes qui édictent des prescriptions en matière de présentation des frais, mais plutôt les associations des secteurs concernés, qui approuvent des normes d'autorégulation. D'accoutumée, les autorités de surveillance se limitent à poser des garde-fous. Eu égard à cet usage, il est envisageable de confier la concrétisation de la présentation des frais à l'initiative des associations représentant les diverses catégories de placements incluant des frais, de manière que la CHS PP axe ses efforts sur l'établissement, le développement et la vérification d'une pratique d'approbation cohérente. De la sorte, la notion de transparence des frais, au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, ne cessera d'évoluer et de s'étendre. Nous recommandons de fonder la notion de transparence des frais sur le TER, décrit au chiffre 4.1., puisqu'il est l'indicateur de frais le plus répandu au plan international. Dès lors, un placement incluant des frais, pour lequel un **état des frais fondé sur le TER est établi annuellement, devrait être rangé parmi les placements transparents**. Nous abordons néanmoins au chapitre 4.2. d'autres indicateurs possibles, que nous comparons ensuite au TER au chapitre 4.3. Finalement, au chapitre 4.4., nous analysons des modalités qui permettraient de définir un indicateur de frais équivalent pour diverses catégories de placements incluant des frais mais pour lesquels il n'existe actuellement pas d'état des frais fondé sur le TER.

4.1. Le TER, base de la présentation des frais

« TER », objectif de la démarche

La présentation des frais visée à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 se fonde sur le total expense ratio (TER), un indicateur de frais usuel à l'échelle internationale. Le degré de détail de la présentation des frais au moyen du TER est tel que la transparence est suffisamment garantie.

4.1.1. Le TER, un indicateur répandu à l'échelle internationale

TER, indicateur consacré sur le plan international

Dans la gestion de fortune, le total des frais sur encours ou total expense ratio (TER) est la définition des frais la plus reconnue et la plus répandue. L'utilisation du TER comme indicateur de frais dans toute l'Europe tire son origine d'une recommandation de la Commission européenne de 2004[22].

[22] Cf. **Commission des Communautés européennes (2004)** : « 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 » :

4.1.2. Définitions du TER selon la Swiss Fund Association (SFA)

Définition du TER selon la directive de la SFA

En Suisse, la Swiss Fund Association (SFA) a transposé la recommandation de la Commission européenne dans une directive[23], en tenant pleinement compte des exigences matérielles de la recommandation européenne et, en particulier, de la prise en compte dans le calcul du TER des rémunérations versées en fonction de la performance. Il est dès lors judicieux de faire dépendre la présentation des frais visée à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 de la définition du TER donnée par la SFA. Autrement dit, si un organisme de placements collectifs calcule et publie, dans ses comptes annuels, un TER conforme à la définition de la SFA, **il est transparent au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2**.

Formule du TER (fonds de valeurs traditionnels)

Pour les fonds de valeurs traditionnels, le TER est calculé ex post sur la base des coûts et frais effectifs ; il contient les éléments suivants :

$$TER = (MF + CF + AF + SF + PF + DF + VF)$$

- ***MF :*** frais de gestion de la fortune et de conseil
- ***CF*** : frais de garde et de transfert des titres
- ***AF :*** frais d'administration et de direction du fonds
- ***SF :*** frais des prestations et du service, y compris la documentation et la rédaction de rapports
- ***PF :*** frais de performance
- ***DF :*** frais de la banque dépositaire
- ***VF :*** frais de distribution

Définition du TER applicable aux fonds de fonds

Pour les fonds ombrelles (fonds de fonds), il faut en revanche utiliser une définition du TER adaptée à leurs particularités. Nous entendons par fonds de fonds des placements dont l'univers de placement est constitué, en partie du moins, par des placements collectifs incluant des frais.

TER synthétique selon la SFA

En élaborant un « TER composite ou synthétique »[24], la Swiss Fund Association (SFA) a créé un instrument susceptible de présenter de manière transparente la totalité des frais occasionnés par les formes de placement qui comportent différents niveaux

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0384R(01):FR:HTML

[23] Cf. **SFA (2008)** : « Directive pour le calcul et la publication du TER et du PTR de placements collectifs de capitaux », Swiss Fund Association, lien : https://www.sfa.ch/self-regulation/transparency

[24] Cf. aussi **SFA (2008)** : « Directive pour le calcul et la publication du TER et du PTR de placements collectifs de capitaux », section B.6, Swiss Fund Association, lien : https://www.sfa.ch/self-regulation/transparency

de gestion. La définition du TER synthétique se présente comme suit :

$$TER^{syn} = TER^{DF} + \sum_{i=1}^{n} w_{ZF,i} \times [TER^{ZF,i} - RF^{ZF,i} + Kom^{ZF,i}]$$

Formule du TER_{syn}

- ***TER^{DF} :*** TER du fonds de fonds ou du 1er niveau de gestion
- ***$w_{ZF,i}$*** : part du fonds cible i dans le fonds de fonds
- ***$TER^{ZF,i}$*** : TER du fonds cible i ou du 2e niveau de gestion
- ***$RF^{ZF,i}$:*** ristourne (rabais, rétrocessions) du fonds cible i au fonds de fonds
- ***$Kom^{ZF,i}$:*** commissions d'émission et de remboursement du fonds cible i

Le TER ne doit être publié que lorsque la part des fonds cibles dans la fortune nette du fonds de fonds dépasse au total 10 pour cent.

Valeur minimale : 10 %

Le TER composite ne peut être calculé et publié que lorsque les fonds cibles du deuxième niveau de gestion présentent eux aussi des TER publiés et révisés qui sont conformes aux exigences de cette directive. A défaut, il faut renoncer à publier le TER synthétique.

Condition applicable au TER des fonds cibles

La définition du TER doit être adaptée pour l'immobilier, afin de tenir compte des caractéristiques propres à la gestion de cette classe d'actifs. Ici aussi, il est utile de reprendre la définition que la Swiss Fund Association (SFA)[25] donne du TER appliqué au segment immobilier :

Définition du TER applicable aux fonds immobiliers

$$TER^{RE} = TER + MF + VF$$

Formule du TER

- ***TER :*** composants de frais identiques à ceux d'un fonds de valeurs mobilières
- ***MF :*** frais de gérance
- ***VF :*** frais liés à l'évaluation et à la révision des biens immobiliers

Si on compare cette définition à celle du TER de base, on note la présence de postes de charges spécifiques, en particulier pour les frais de gérance des biens immobiliers et pour les charges liées à l'évaluation régulière du parc immobilier.

Les organismes de placements collectifs ne clôturent pas nécessairement l'exercice à la fin d'une année civile. Dès lors, il convient aussi de délimiter dans le temps les

Réglementation du délai

[25] Cf. **SFA (2010)** : « Information spécialisée : Indices des fonds immobiliers », Swiss Fund Association.

rapports pouvant être utilisés pour la publication des frais. Notre recommandation est ainsi d'autoriser le recours aux rapports annuels dont la date de publication est égale ou antérieure de douze mois au plus à la date de référence arrêtée par l'institution de prévoyance pour l'établissement de ses comptes annuels. Cette solution serait aussi applicable aux produits de placement à plusieurs niveaux de gestion qui doivent également avoir recours aux comptes en question pour les placements appartenant au deuxième niveau de gestion.

4.1.3. Autres définitions du TER

Autres indicateurs de frais

Si le total expense ratio (TER) est aussi l'indicateur de référence dans d'autres pays et pour d'autres catégories de produits, comme les fondations de placement suisses, il n'est toutefois pas exclu que la pratique des autorités de surveillance – dans le cas des domiciles off shore, par ex. – ne satisfasse pas aux exigences requises ou que le TER soit calculé à l'aide de critères qui diffèrent matériellement des prescriptions de la Communauté européenne ou de la définition de la SFA. Dès lors, **pour que le TER soit considéré comme transparent au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2**, il doit, par souci de comparabilité et d'uniformité, remplir toutes les conditions suivantes :

- **Surveillance équivalente :** La surveillance à laquelle sont soumis les produits de placement doit pouvoir être, sur le plan formel et sur le plan matériel, assimilée à celle à laquelle ils sont soumis en Suisse.[26]
- **Concordance matérielle :** D'autres définitions du TER ne concordent pas entièrement du point de vue matériel avec la définition de la SFA[27,28] : la principale différence en l'occurrence concerne la prise en compte des frais de performance dans le calcul du TER. La définition formulée par la SFA tient

[26] Selon le **rapport annuel de la CFB (2006)**, p. 108, les pays suivants disposent d'une surveillance étatique visant la protection des investisseurs au sens de l'art. 45, al. 2, LFP : les Etats membres de l'Espace économique européen, les Etats-Unis, Guernesey et Jersey.

[27] Plus précisément, la place financière luxembourgeoise admet le calcul du TER sans tenir compte des frais de performance. Pour délivrer aux fonds de placement domiciliés au Luxembourg l'approbation dont ils ont besoin pour être distribués au public en Suisse, la FINMA exige cependant d'eux que leur rapport annuel publie un TER qui comprend aussi les frais de performance et qui va par conséquent au-delà des normes de publication adoptées par les autorités luxembourgeoises de surveillance.

[28] L'appréciation de la transparence des coûts des fondations de placement se fonde sur les « Directives relatives au calcul et à la publication du Ratio des charges d'exploitation TER_{KGAST} », publiées le 25 mai 2012 par la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (KGAST). A la date de publication des présentes recommandations, ces Directives étaient encore en phase de révision, notamment pour tenir compte des éléments apportés par les participants aux auditions.

compte de ces frais, suivant en cela, comme nous le mentionnons ci-dessus, la recommandation de la Commission des communautés européennes[29].

4.2. Autres indicateurs de coûts

4.2.1. Notion d'« all-in-fee » selon l'OPCC

La commission « all-in-fee », notion de coûts ex ante

Contrairement au TER, la commission « all-in-fee » régie par l'art. 38, al. 4, de l'ordonnance sur les placements collectifs de capitaux (OPCC) constitue une notion de frais « ex ante », car la présentation des frais est régie, selon cet article, dans le prospectus simplifié. Par rapport au TER, la commission « all-in-fee » comprend les composants additionnels suivants :

- Courtages
- Seulement pour les fonds immobiliers : droits de mutation sur les transactions immobilières

4.2.2. « Frais courants » selon le KIID

KIID

Le 29 juin 2011, le Conseil fédéral a décidé d'adopter le « Key Investor Information Document » (KIID ou informations clés pour l'investisseur) à la faveur d'une modification de l'OPCC et de le mettre en vigueur au 15 juillet 2011. En conséquence, tout nouveau fonds doit, dès le milieu de l'année 2014 au plus tard, publier un KIID en lieu et place du prospectus simplifié actuellement exigé.

Frais courants : frais de performance non inclus

S'agissant de la publication des coûts dans le KIID, une nouvelle notion, les « frais courants » (« Ongoing Charges »), a été introduite[30]. L'indicateur des frais courants recoupe pour l'essentiel le TER, avec la notable exception des frais de performance, exclus du calcul.

Appréciation du KIID / des frais courants

Divers milieux ont critiqué cette nouvelle notion d'indicateur de frais, car elle

a. ne fournit pas d'information qui ne figure pas déjà dans le TER, et

[29] Cf. la note 22.

[30] La méthode de calcul exacte de cet indicateur figure dans l'ouvrage du **CESR (2009)** : « Annex 2 to CESR's technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS (Ref. CESR/09-949): Methodology for calculation of the ongoing charges figure ».

b. la transparence des frais instaurée avec la diffusion et la standardisation du TER est mise en péril par la multiplication des notions.[31]

4.2.3. Définition « TER+TTC » dans le rapport de l'OFAS

TTC

Outre le TER, le rapport de recherche de l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS) sur les frais de gestion de la fortune[32] définit une autre catégorie de frais, les « frais de transaction et impôts », ou TTC, dont il donne la définition suivante :

Formule de calcul des TTC

$$TTC = TO \times \left(TC_{impl} + TC_{expl} + TT\right) + IT$$

- ***TO :*** rotation (achats et ventes) du portefeuille sur une année
- TC_{impl} : paramètre implicite des frais de transaction (spreads, frais d'impact du marché)
- TC_{expl} : paramètre explicite des frais de transaction (commissions, contributions)
- ***TT :*** impôt sur les transactions (droit de timbre [CH], Stamp Tax [UK])
- ***IT :*** impôts à la source étrangers

Un grand nombre d'hypothèses

Les paramètres rentrant dans le calcul des TTC sont très difficiles à établir :

- ***TO :*** Le taux de rotation peut en principe être déterminé au moyen d'un indicateur accepté à l'échelle internationale, le « portfolio turnover rate » (PTR). Cependant, cet indicateur tient compte tant des achats et des ventes de parts que des transactions internes, de sorte qu'il est très difficile d'interpréter les valeurs qui s'y rapportent.[33]
- TC_{impl} : Pour quantifier les frais implicites de transaction, on en est réduit à des estimations.
- TT/TC_{expl} : Dans de nombreux cas, la comptabilité des titres ne permet d'établir ni les frais explicites de transaction (commissions et courtage) ni les impôts sur les transactions (droit de timbre [CH], Stamp Tax [UK], impôt brésilien sur la rotation[34]), étant donné que la présentation du bilan conforme aux normes de comptabilité IFRS admet la compensation entre le prix de la transaction et les frais de transaction acquittés afin d'obtenir le prix net de la transaction.

[31] Cf. à titre d'exemple l'article de **MOORE (2012)** paru le 11 mai 2012 dans le Financial Times : « New fund fees muddy the waters ».
[32] Cf. **OFAS (2011)** : « Frais de gestion de la fortune dans le 2e pilier ».
[33] Selon une source non confirmée, le taux de rotation du portefeuille des fonds de placement domiciliés en Suisse se situait entre -2000 % et +5000 % en 2010.
[34] Supprimé depuis le 1er janvier 2012.

- ***IT :*** Revêtant le caractère d'un manque à gagner, les impôts à la source, tant suisses qu'étrangers, ne peuvent eux non plus être établis à partir d'écritures comptables explicites.

Les TTC : une exigence déraisonnable

Etant donné que le calcul des TTC fait appel à de nombreuses hypothèses, il ne serait pas raisonnable de l'exiger des institutions de prévoyance. Une étude que la SEC[35] a consacrée en 2004 aux bonnes pratiques internationales de présentation des frais parvient à une conclusion similaire : « Excluding transaction costs from the TER is generally accepted, taking into consideration the difficulties underlined in paragraph 30 about forecasting and quantifying these costs » (*Il est généralement admis d'exclure les frais de transaction du TER, étant donné qu'il est difficile de prévoir et de calculer ces frais, comme nous le soulignons au paragraphe 30*).

Publication facultative

Il vaut cependant la peine de recommander aux institutions de prévoyance de calculer les TTC à titre facultatif et l'autorité de surveillance devrait en promouvoir l'usage.

4.3. Evaluation des différentes notions de coûts

A titre d'introduction, nous comparons une nouvelle fois les autres indicateurs de frais conçus pour un placement collectif traditionnel à la définition du TER donnée par la directive de la SFA.

Comparaison des indicateurs de frais

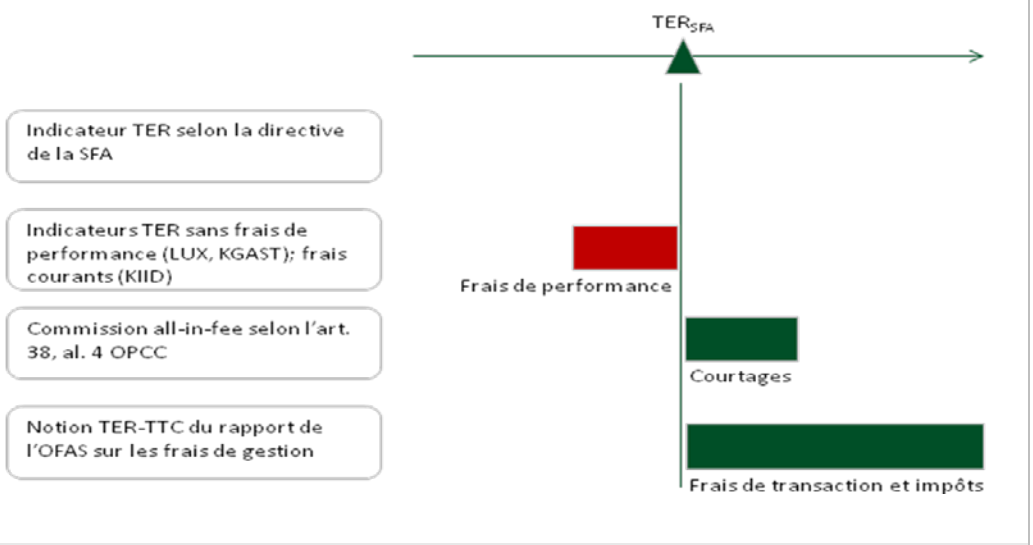


Figure 7 : Diverses définitions du TER, commission « all-in-fee » de l'art. 38 OPCC et notion TER-TTC du rapport de l'OFAS sur les frais de gestion de la fortune

[35] Cf. aussi **SEC (2004)** : « Final report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds ».

Nous recommandons de retenir la définition du TER donnée par la directive de la SFA afin de servir de repère à l'application de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 sur la présentation des frais.

Le TER, indicateur de référence

De la sorte, il faudrait, d'une part, **considérer automatiquement comme transparents au sens de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2,** tous les placements incluant des frais qui présentent déjà leurs frais de façon conforme à cette directive. D'autre part, tous les autres placements incluant des frais disposeraient d'une orientation concrète sur la façon de présenter leurs frais **afin d'être classés parmi les placements transparents**. Rappelons, en guise de synthèse, les réflexions qui ont abouti à cette recommandation :

Motifs de l'utilisation du TER

- **<u>Diffusion</u> :** Le TER est le seul indicateur accepté à l'échelon international pour la publication des frais d'un placement incluant des frais. Pour garantir l'applicabilité de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, l'établissement des comptes des institutions de prévoyance devrait être régi par cette norme.

- **<u>Prise en compte des cas particuliers</u> :** Si l'on retient, afin de donner une orientation générale à la présentation des frais, les définitions du TER données par la SFA, nous disposons aussi de définitions des frais judicieuses adaptées aux cas particuliers importants que sont les fonds de fonds et les fonds immobiliers.

- **<u>Transposabilité aisée</u> :** Le calcul du TER ne devrait pas occasionner de gros problèmes aux placements incluant des frais pour lequel aucun TER n'est calculé, mais qui doivent d'ores et déjà rendre régulièrement compte de leurs activités et tiennent à cet effet un compte d'exploitation[36]. Nous attribuons à cette catégorie de placements incluant des frais les fondations de placement de façon générale, ou encore les portefeuilles collectifs et les sociétés d'investissement, pour autant, dans le cas de ces dernières, qu'elles soient placées sous la surveillance d'un organisme reconnu.

[36] Le degré de détail de la présentation des frais dans un compte d'exploitation est naturellement fonction des prescriptions de l'autorité de surveillance compétente. Dans ce contexte, la distinction entre emplacements « on shore » et « off shore » est capitale.

4.4. Types de produits sans TER

La notion de TER ne peut s'appliquer immédiatement à certains types de produits. Dans les paragraphes qui suivent, nous allons étudier les questions d'application soulevées par les produits structurés et les véhicules des marchés dits privés afin de définir des solutions – en guise de conclusion – qui permettent de concevoir des notions de frais équivalentes au TER pour ces segments de produits.

4.4.1. Structure des coûts des produits structurés

Situation en principe transparente

En principe, les produits structurés sont émis à un prix fixé sans aucune équivoque, les émetteurs promettant en contrepartie aux investisseurs, de façon irrévocable, un produit et le remboursement du capital. Dans la majorité de cas, les émetteurs de produits structurés ne perçoivent par ailleurs pas d'autres frais sur le montant investi.

La structure des coûts découle implicitement de la théorie des prix d'option

A quoi doivent dès lors les produits structurés leur réputation de véhicules de placement opaques ? C'est l'évaluation des prix d'option qui fournit la réponse. Lorsque l'on décompose un produit structuré en ses composantes selon la théorie des prix d'option et que l'on additionne les prix de chaque composante, la somme obtenue est généralement inférieure au prix du produit : la différence constitue un gain pour l'émetteur. Etant donné que les fournisseurs disposent d'habitude de meilleurs instruments d'évaluation que les investisseurs, il en résulte une asymétrie dans le niveau d'information en matière de fixation des prix qui favorise le fournisseur. Plusieurs études ont montré que le bénéfice de l'émetteur augmente avec la complexité du produit structuré.[37] Le montant de ces coûts implicites est par ailleurs tributaire de la solvabilité de l'émetteur et des coûts de capital qu'il doit en conséquence supporter.

Produits structurés avec composantes de « TER »

Une partie peu importante des produits structurés encaisse périodiquement des frais qui sont déduits de la valeur du produit structuré, soit de l'actif net. D'accoutumée, ce type de produits structurés se fonde sur un sous-jacent variable qui bénéficie d'une gestion active ou déterminée par une règle donnée. Du point de vue économique, ces produits sont en grande partie comparables aux fonds de placement classiques[38].

[37] GILGEN / DICHTER (2009) : « Pricing of Warrants and Concave Products in Switzerland: Evidence for a Mispricing in Favor of the Issuing Institution », thèse de maîtrise, Université de Berne.

[38] La similitude économique se transforme de fait en une égalité économique lorsque le risque de l'émetteur, caractéristique des produits structurés, est écarté par un nantissement (c'est le cas des certificats « COSI »).

Compte tenu de ce mécanisme de fixation des prix et des frais, il est possible de formuler les exigences applicables à une présentation transparente des frais des produits structurés.

Ebauche d'une définition des frais

Indicateur de frais pour les produits structurés

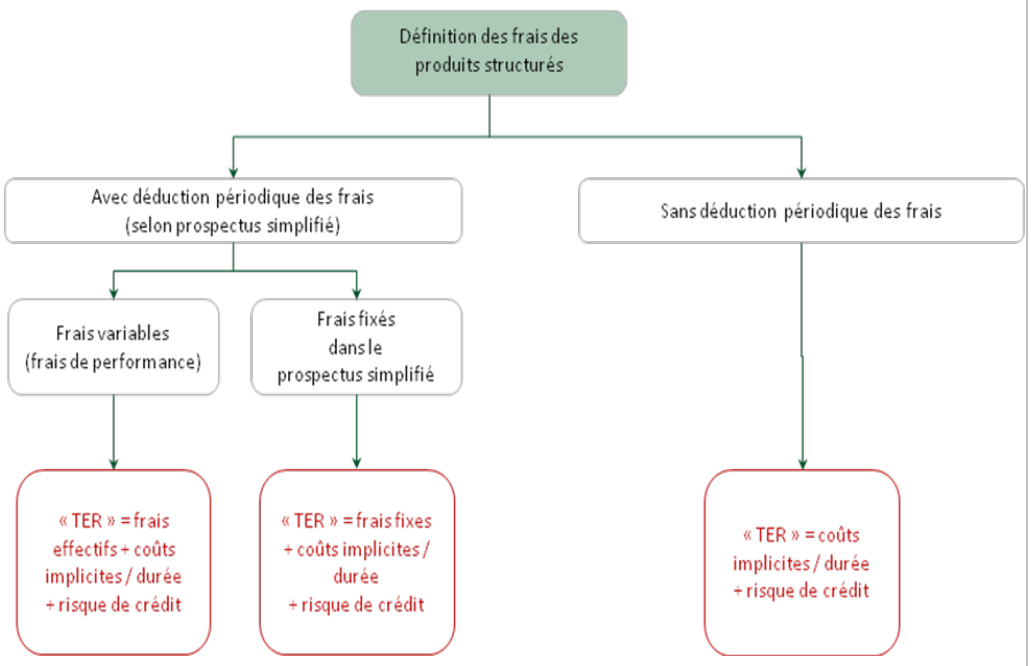


Figure 8 : Proposition de présentation des frais des produits structurés

Selon la figure ci-dessus, l'indicateur des diverses sortes de produits structurés englobe les trois composantes suivantes :

- **Frais périodiques :** Si des frais sont périodiquement déduits selon les termes du prospectus simplifié ou du « term sheet », il faut en tenir compte pour calculer l'indicateur. Lorsque ces frais périodiques comportent des composantes variables, le fournisseur doit présenter aux investisseurs les frais totaux effectivement encaissés dans un rapport annuel audité.

Facteur de frais n° 1

- **Coûts implicites :** En théorie, les coûts implicites se calculent en appliquant la méthode des prix d'option, qui aboutit à la juste valeur du produit structuré. Nous obtenons les coûts implicites en comparant celle-ci au prix actuel. Il est toutefois regrettable qu'il n'y ait pas de modèle de prix qui fasse autorité et que les paramètres de base nécessaires à l'évaluation varient d'un fournisseur à l'autre. Pour déterminer approximativement les coûts implicites

Facteur de frais n° 2

des produits cotés, on peut utiliser l'écart de cotation sur le marché en le divisant par deux. Pour les produits non cotés, on peut se référer à l'écart de cotation maximal figurant sur le term sheet. Il faut en outre diviser la moitié de l'écart de cotation par la durée restante du produit structuré afin d'obtenir une mesure des frais annuelle.[39]

- **Risque de crédit :** Les produits structurés sont des obligations et non pas des portefeuilles collectifs. Aussi l'investisseur est-il exposé au risque de faillite de l'émetteur. En conséquence, il faut tenir compte de ce risque pour déterminer le prix et, par conséquent aussi, les frais du produit structuré. La faillite de Lehman Brothers a montré que l'investisseur qui ne tient pas compte de la qualité du crédit des produits structurés commet de graves erreurs d'allocation.

Facteur de frais n° 3

Afin de pouvoir mettre en œuvre cette présentation des frais des produits structurés, ou une présentation similaire, les fournisseurs de produits ou leurs associations sont appelés à mettre en place un système de classification ou à détailler la « Swiss Derivative Map », le système actuel, de telle sorte que chaque produit structuré puisse être attribué clairement à l'une des catégories de produits figurant dans le schéma de classification ci-dessus à l'aide du code de classification mentionné dans le prospectus simplifié. Tout système de publication ou de classification de ce genre devrait être soumis à l'approbation de la CHS PP, l'organe compétent pour approuver l'attribution du produit à une catégorie. Les institutions de prévoyance pourraient ensuite déterminer simplement et directement l'indicateur de frais grâce aux informations figurant sur le prospectus simplifié.

4.4.2. Structure des coûts des véhicules des marchés privés

Notion

On entend par véhicules des marchés privés des sociétés de participation non cotées qui acquièrent des parts dans des entreprises (capital-investissement), des titres de dette (dette privée) et des parts dans des immeubles (marché immobilier privé) et des infrastructures (infrastructures privées). Organisés selon le droit des sociétés du pays de domicile, ces véhicules ne sont pas soumis à la surveillance de l'autorité

[39] Les frais d'émission ou de négoce ne sont en principe pas des éléments entrant dans le calcul du TER, de sorte que leur inclusion dans la détermination de la mesure des frais entre en contradiction avec la notion de frais appliquée aux autres segments de produits. Toutefois, eu égard à l'importance économique de cette composante de frais dans le domaine des produits structurés, cette dérogation s'impose.

nationale. Les actionnaires d'une société de participation comprennent habituellement l'exploitant (associé gérant) et d'autres investisseurs (commanditaires). Les investissements peuvent se faire directement ou sur plusieurs niveaux de gestion (structure de fonds de fonds). La modalité la plus fréquente dans le 2e pilier est une structure de gestion à deux niveaux, avec une société holding qui acquiert des parts dans diverses sociétés de participation.

Le modèle de rémunération de ces sociétés de participation échappe actuellement, pour les raisons suivantes, à une présentation des frais périodique conforme au TER (synthétique) :

- **Pas de surveillance des fonds :** Puisque les sociétés de participation ne sont en général pas soumises à la surveillance d'une autorité nationale, elles ne sont pas tenues de faire figurer un indicateur de frais dans leur compte d'exploitation. En d'autres termes, il manque un indicateur équivalent au TER.

  Pas d'indicateur de frais

- **Frais de gestion perçus sur le capital promis :** Les frais de gestion auxquels a droit l'exploitant (associé gérant) sont calculés et perçus sur le capital promis par l'investisseur et non pas sur le capital réellement investi. Par conséquent, les frais indiqués en pour cent ne sont pas comparables aux indicateurs de frais des placements collectifs classiques.

  Pas d'indicateur de frais

- **Frais de performance perçus sur l'ensemble du cycle d'investissement :** La participation au bénéfice n'est pas calculée par période ou par année, mais se rapporte de préférence à un cycle complet d'investissement, de 10 à 15 ans. En conséquence, aucune participation au bénéfice n'est versée pendant de longues périodes, tandis que des primes de performance élevées sont ou peuvent être dues en quelques années.

  Pas d'indicateur de frais

Il reste à voir si les associations de défense des intérêts et les associations faîtières des véhicules des marchés privés parviendront à élever la présentation des frais dans leur secteur au niveau d'exigences du TER, tant pour son envergure que pour son degré de détail. Tant que cela ne sera pas le cas, force sera de qualifier cet univers d'opaque.

4.5. Délimitation des placements transparents : instantané de l'état des lieux

Comme conséquence des considérations présentées ci-dessus, il y a lieu – au sens d'un instantané de la situation actuelle – d'opérer la distinction suivante entre placements transparents et placements opaques :

Placements opaques

Les placements collectifs qui ne sont pas soumis à une surveillance reconnue (appelés véhicules « off shore ») et, comme nous venons de l'indiquer, les catégories des produits structurés et des véhicules des marchés privés auxquelles l'application directe du TER est impossible en raison de leur conception doivent être rangés, jusqu'à nouvel avis, dans la catégorie des placements opaques. Il faut procéder de même avec les placements qui publient certes un TER dans leur rapport annuel, mais sans englober certaines composantes entrant dans la définition de la SFA, en particulier les frais de performance.

Situation du moment

Les associations faîtières de ces catégories de produits sont néanmoins invitées à s'adresser à la CHS PP afin de lui présenter des définitions de frais équivalentes au TER.

La figure ci-dessous synthétise le classement des diverses catégories de produits en fonction du critère de la transparence des coûts.

Catégories de produits transparentes et catégories de produits opaques (état : juin 2012)

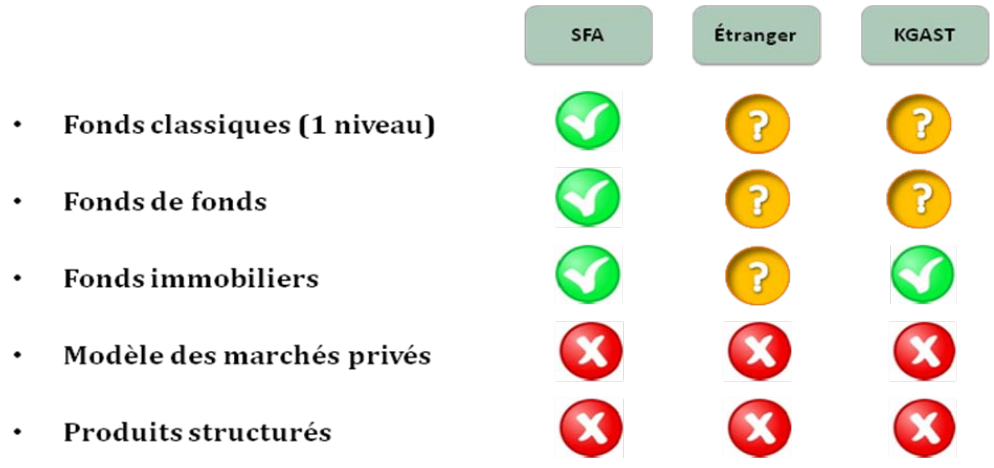


Figure 9 : Classification en placements transparents ou en placements opaques en fonction de la publication dans le rapport annuel d'un TER calculé conformément aux directives applicables en matière de transparence

5. Présentation des composantes de frais transparentes

Problématique

Les placements collectifs, qu'ils soient transparents ou opaques, ont tous ceci en commun que les coûts et frais qu'ils comprennent ne figurent pas en tant que frais de gestion de la fortune dans les comptes d'exploitation des porteurs de parts.

Pas de procédure pour les composantes de frais transparentes

Bien que l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, indique désormais clairement la procédure à suivre pour les placements collectifs opaques – « … chacun de ces placements est identifié [dans l'annexe aux comptes annuels] par son code ISIN (*International Securities Identification Number*), son fournisseur, son nom de produit, son volume et sa valeur de marché au jour de référence » –, il reste en revanche muet sur le mode de présentation dans les comptes annuels de l'institution de prévoyance des frais avérés des placements transparents. Si l'on veut concrétiser l'intention du législateur d'améliorer la pertinence des frais de gestion de la fortune indiqués dans les comptes annuels, il faut trouver une modalité permettant d'atteindre ce but.

Recommandation

Si l'on veut garantir la transparence des frais de gestion de la fortune indiqués dans les comptes annuels des institutions de prévoyance, la solution minimale consiste à présenter le total des composantes de frais des placements collectifs transparents dans l'annexe aux comptes annuels. Ce total équivaut aux charges des placements transparents pondérées en fonction du capital :

Formule du TER_{total}

$$TER^{total} = \sum_{i=1}^{n} w_i \times TER^i$$

- w_i : volume du placement collectif i au jour de référence
- TER^i : indicateur (ex post) du placement collectif i pour la période comptable

Modèle de présentation des coûts

Annexe : Relevé des frais des placements de la fortune 2012

Frais de gestion de la fortune

		31.12.2012
	en % de la FP[40]	en *CHF*
Frais de gestion de la fortune selon le compte d'exploitation	0,11 %	55 000
Frais TER induits par les placements collectifs transparents	0,35 %	176 288

Placements collectifs opaques – positions au 31.12.2012

ISIN	*Fournisseur*	*Nom du produit*	*Volume*	*Valeur de marché*
			Part	*en CHF*
XY00342154	Pattern Investment PLC	Uni. Hedge Fund	120	1 025 300
XY00423194	Model Fund PLC	Private LP	40	2 120 000
ZZ23043210	High Investment Group	Struct. Note xy	85	1 234 200

Figure 10 : Modèle de présentation des coûts dans l'annexe aux comptes annuels conforme à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

[40] Fortune de prévoyance

6. Appréciation

Degré de réalisation des objectifs

En conclusion, il convient d'évaluer les recommandations proposées dans le présent document à l'aune du degré de réalisation des objectifs formulés au début de celui-ci.

- Objectif n° 1 : amélioration de la transparence (direct) et de l'efficience (indirect)
- Objectif n° 2 : uniformité et égalité de traitement
- Objectif n° 3 : praticabilité

6.1. Davantage de transparence ?

Transparence des institutions de prévoyance

Les frais de gestion de la fortune indiqués dans les comptes annuels ne permettent pour l'instant guère de se faire une idée exacte des frais effectifs. L'application systématique d'un modèle de coûts fondés sur le TER pour tous les types de gestion des placements collectifs augmentera considérablement la validité et la comparabilité des frais de gestion de la fortune figurant dans les comptes annuels.

Transparence des produits

En raison du souci des fournisseurs de produits d'être considérés comme transparents en matière de frais, nous pouvons aussi escompter une amélioration de la transparence des placements collectifs de capitaux. Ainsi, les fournisseurs de fonds de hedge fonds, de produits structurés et de véhicules des marchés privés ne cachent actuellement pas leur intention de publier un indicateur de coûts dans les rapports sur leurs produits, quand ils n'ont pas d'ores et déjà franchi ce pas.

Efficience

Si l'on part du principe que la publication plus détaillée des frais et, par conséquent, la réduction ou la suppression des asymétries d'information entre vendeurs et acheteurs se traduit également par des baisses de prix, l'amélioration de la transparence des produits aboutira aussi indirectement à des gains d'efficience dans le 2e pilier.

6.2. Uniformité et égalité de traitement ?

Objectif

Les solutions proposées ont pour vocation d'englober tous les placements collectifs – soit les fonds de placement, les sociétés de participation et d'investissement, les fondations de placement et les produits structurés – et de formuler, en matière de

transparence des coûts, des exigences aussi équivalentes que possible du point de vue matériel.

Le principe de l'uniformité souffre une exception notable : celle des sociétés de participation et d'investissement non soumises à la surveillance d'une autorité nationale tout en étant cotées en bourse, que nous n'avons pas rangées parmi les placements incluant des frais dans la présente étude. Cette dérogation est proposée pour des raisons de praticabilité. Si elle donnait lieu à des contournements de la loi, il faudrait revoir en conséquence la notion de placements incluant des frais.

Exception

6.3. Praticabilité

En élaborant les présentes recommandations, nous avons attaché beaucoup d'importance à la facilité d'application de l'article d'ordonnance, ce dont témoignent notamment les deux principes suivants.

- La mise en œuvre de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, ne modifie en rien le compte d'exploitation des institutions de prévoyance. En effet, les normes de présentation des comptes découlant de cet article concernent uniquement l'annexe aux comptes annuels.

Pas d'influence sur la comptabilité des titres

- Ce sont les portefeuilles de titres au jour de référence qui servent de base à la présentation des frais de gestion de la fortune conformément à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2.

Situation au jour de référence

Pour présenter ses frais conformément à l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2, l'institution de prévoyance peut de toute manière s'en tenir à l'aide-mémoire qui suit et ne consulter les explications – parfois complexes, il faut l'admettre – sur les questions de délimitation et de définition des frais que lorsque **le besoin s'en fait sentir** pour certains postes déterminés.

Aide-mémoire pour la présentation des frais selon l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2

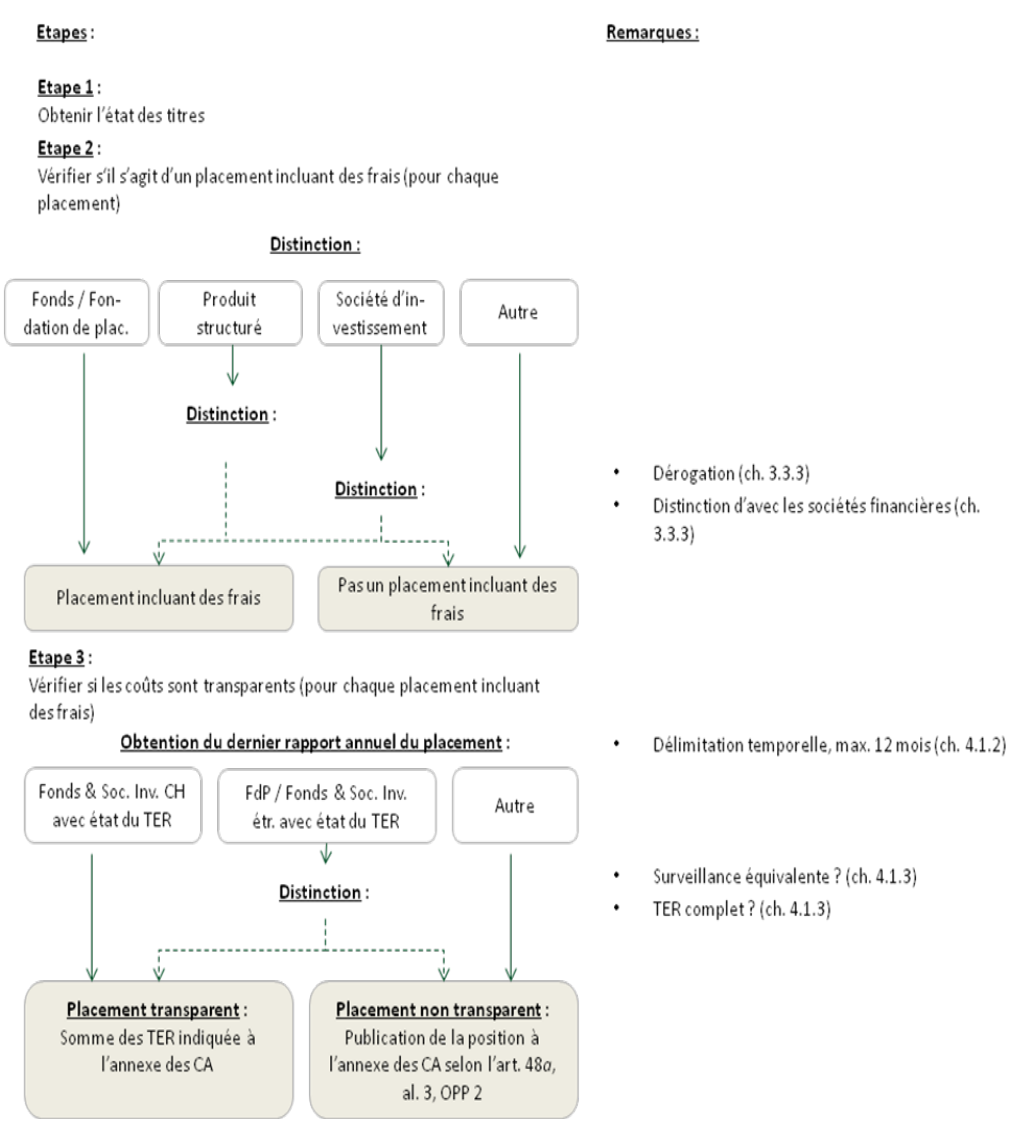


Figure 11 : Guide pratique pour la mise en œuvre de l'art. 48*a*, al. 3, OPP 2 à l'usage des institutions de prévoyance et de leurs réviseurs