

## MIFID 2 « Inducements » : Quelles évolutions pour le modèle de distribution français ?





# Sommaire

---

Executive summary	2
A propos de cette étude	4
Préambule	5
I. Rappels sur les éléments clés du modèle français	6
1. La gestion française s'appuie sur deux modes de Gestion	6
1.1. La gestion collective	6
1.2 La gestion individuelle (gestion sous mandat)	9
2. Un modèle de distribution marqué par le poids des réseaux bancaires	10
3. Les CGPI : artisans de l'architecture ouverte en France	10
4. Les plateformes : des intermédiaires au service des producteurs et des distributeurs	11
5. Différents modèles de distribution au sein de l'Union Européenne	12
6. Le cas de la Grande-Bretagne avec le RDR : des textes proches mais des objectifs différents	13
7. Focus sur les schémas de rémunération : un modèle qui n'est pas propre à l'industrie de la gestion d'actifs	14
II. Impacts de la suppression des Inducements sur les acteurs du marché français	16
1. Les groupes bancaires et d'assurance : des acteurs épargnés par la réforme ?	17
2. Des inquiétudes et des impacts hétérogènes en fonction du business model pour les sociétés de gestion entrepreneuriales (SGE)	20
3. L'activité de gestion sous mandat fortement impactée	22
4. Les distributeurs indépendants : vers une forte restructuration de la profession de CGPI ?	23
5. La mise en péril du business model des plateformes de distribution	25
6. Impact pour les banques privées : des effets hétérogènes en fonction du business model	26
III. Quelles évolutions attendues pour l'industrie de la gestion d'actifs	28
1. Renonciation au statut d'indépendant	29
2. Regroupement, concentration verticale et horizontale	29
3. Développement de la facturation de prestations au client	30
Remerciements	31

# Executive summary

Dans le cadre du projet de réforme de la Directive MIF, la Commission Européenne introduit la notion de conseil en investissement «indépendant».

Cette notion d'indépendance repose sur une analyse objective, s'appuyant sur un échantillon étendu de produits et de producteurs, et suppose l'interdiction pour le prestataire de percevoir tout avantage ou rémunération (*inducements*) en provenance d'un tiers producteur. L'affiliation à ce statut conduirait le prestataire à se déclarer comme tel au client, préalablement à la fourniture du service.

Le conseil en investissement non indépendant subsisterait puisque le prestataire pourra proposer à la vente des produits financiers d'un fournisseur unique mais également de plusieurs fournisseurs, sans toutefois se déclarer comme indépendant, et percevoir des rémunérations des producteurs.

Le projet de Directive prévoit en outre la suppression des *inducements* pour les acteurs offrant le service de gestion de portefeuille, dans le cadre de la gestion d'un mandat investi dans des OPCVM tiers.

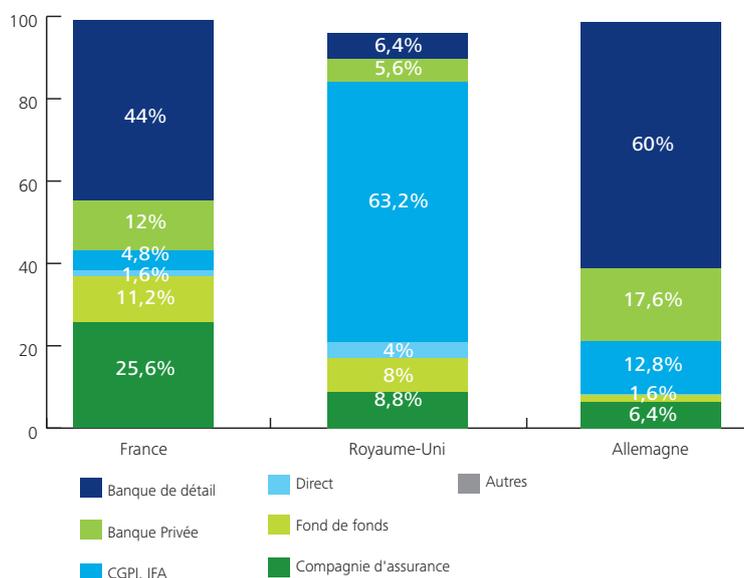
En France, ces nouvelles dispositions soulèvent de nombreuses inquiétudes auprès des acteurs de la Place, car elles impliquent de reconsidérer les schémas de rémunération de la chaîne allant du producteur au client final.

Cette étude vise à dresser un panorama de marchés, mettant en exergue les spécificités françaises en matière de distribution et à envisager les impacts potentiels et les évolutions attendues d'une telle réforme pour les différents acteurs de la chaîne.

Les résultats de l'étude, réalisée en collaboration avec l'Association Française de Gestion financière (AFG) auprès des acteurs clés de l'Industrie, tant producteurs que distributeurs, indiquent que :

- les prestataires de conseil en investissement constituent une population hétérogène, tant de salariés de banques (banques de détail ou banques privées) ou de compagnies d'assurance, que de professions libérales (CGPI). Tous devront se positionner, à chaque prestation délivrée à un client.
- en moyenne, 80 % de la rémunération des CGPI provient de la perception de rétrocessions sur encours, mais celles-ci sont majoritairement liées à la distribution de produits d'assurance non inclus dans le périmètre de la Directive et donc non frappés par l'interdiction,
- certaines banques privées mettent en évidence que la perte de chiffre d'affaires liée à la suppression des *inducements* sera difficilement recouvrable par des honoraires, tout en admettant que leur capacité de négociation avec les clients est souvent supérieure à celles des autres distributeurs,
- la suppression des rémunérations liées à l'investissement dans des OPCVM tiers dans le cadre de la gestion sous mandat conduirait les gestionnaires de portefeuilles à revoir les taux de frais de gestion facturés au client final,
- les sociétés de gestion entrepreneuriales, ne disposant pas de leur propre réseau de distribution pourraient avoir des difficultés à promouvoir leurs nouveaux produits, s'ils ne disposent pas d'une notoriété établie
- les plateformes de distribution, seront impactées de manière irrégulière, en fonction des produits pour lesquels elles assurent une intermédiation et des services qu'elles proposent.

% d'actifs par canal de distribution



Face à ces constats, la question est posée sur l'intérêt réel pour le client final. Ce dernier bénéficiera-t-il notamment d'une véritable amélioration de la qualité du service fourni ?

En effet, les principales conséquences attendues d'une suppression des *inducements* sont :

- une architecture encore moins ouverte ;
- un renchérissement du prix des prestations de conseil (TVA) ;
- une qualité de prestation moindre.

Le recours à une plus grande transparence sur les frais facturés au client, ainsi que sur les commissions perçues par le prestataire de conseil, sans interdiction de percevoir des rétrocessions, aurait peut-être permis d'atteindre de façon plus indolore les objectifs poursuivis par la Directive.

Cependant l'impact quantitatif de cette interdiction pourrait s'avérer limité compte tenu du périmètre des produits concernés, du choix laissé aux acteurs d'opter ou non pour un conseil indépendant, et d'une potentielle limitation aux flux sur des investissements nouveaux sur le modèle RDR britannique.

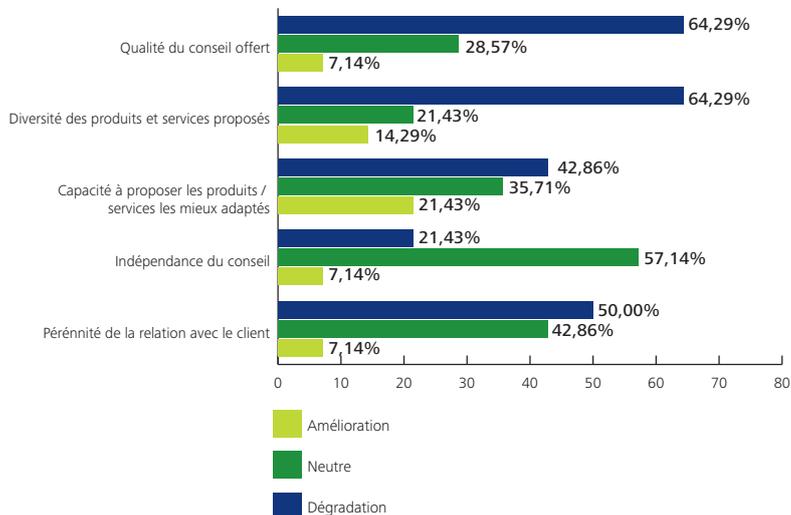
Sur ce dernier point, l'apathie de la collecte, limitée à certaines classes d'actif : 10 milliards d'euros à comparer à un flux net négatif de 57 milliards en 2010, devait réduire les enjeux pour les distributeurs mais aussi freiner l'innovation et l'émergence de nouveaux produits de la part des sociétés de gestion.

La suppression des rétrocessions pourrait néanmoins accélérer le mouvement structurel d'évolution des distributeurs indépendants : intégration horizontale et verticale, développement de la facturation d'honoraires...

Les sociétés de gestion entrepreneuriales auront quant à elles de nouveaux défis à relever dans un contexte qui n'en manque pas :

- transformer les commissions qu'elles percevaient des producteurs dans la gestion sous mandat, en frais de gestion ;
- chercher une ouverture de marché au-delà de leur zone de chalandise naturelle.

#### Les effets d'une suppression des rétrocessions sur encours pour les clients



# A propos de cette étude

Cette étude s'appuie sur les résultats d'une enquête quantitative et qualitative menée de mai à septembre 2011, auprès d'un échantillon représentatif d'acteurs de l'industrie de la gestion d'actifs : sociétés de gestion ; plateformes de distribution ; conseillers en gestion de patrimoine indépendants ; associations professionnelles de CGPI.

Les réponses au questionnaire ont été recueillies à travers des entretiens et par e-mail.

En complément des informations recueillies auprès de ces acteurs, l'analyse a été enrichie par des éléments quantitatifs de sources externes (enquêtes, études, rapports...)

Cette étude est également le fruit d'une analyse conjointe entre Deloitte et l'AFG.



# Préambule

## MIF 1 : une première tentative d'encadrement des rémunérations

Lors de son entrée en vigueur en 2007, la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF), s'était donnée comme objectif d'unifier les services financiers via une harmonisation des normes de place. Cela s'est notamment traduit par une simplification de l'utilisation du passeport européen, l'introduction de nouveaux principes de mise en concurrence des places de marché et de meilleure exécution des ordres.

Cette Directive disposait également déjà d'un volet visant à mieux garantir les intérêts du client, notamment par de nouvelles obligations en matière d'information, de conseil et de transparence et à travers une classification en différentes catégories, bénéficiant chacune d'une protection spécifique. Dans ce cadre, la Directive s'employait à définir les conditions de validité des rémunérations perçues dans le cadre de prestations de services d'investissement et de services auxiliaires. Les commissions reçues d'un tiers devaient satisfaire aux trois conditions suivantes : une information préalable du client, l'amélioration de la qualité du service, et la non-interférence avec l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client.

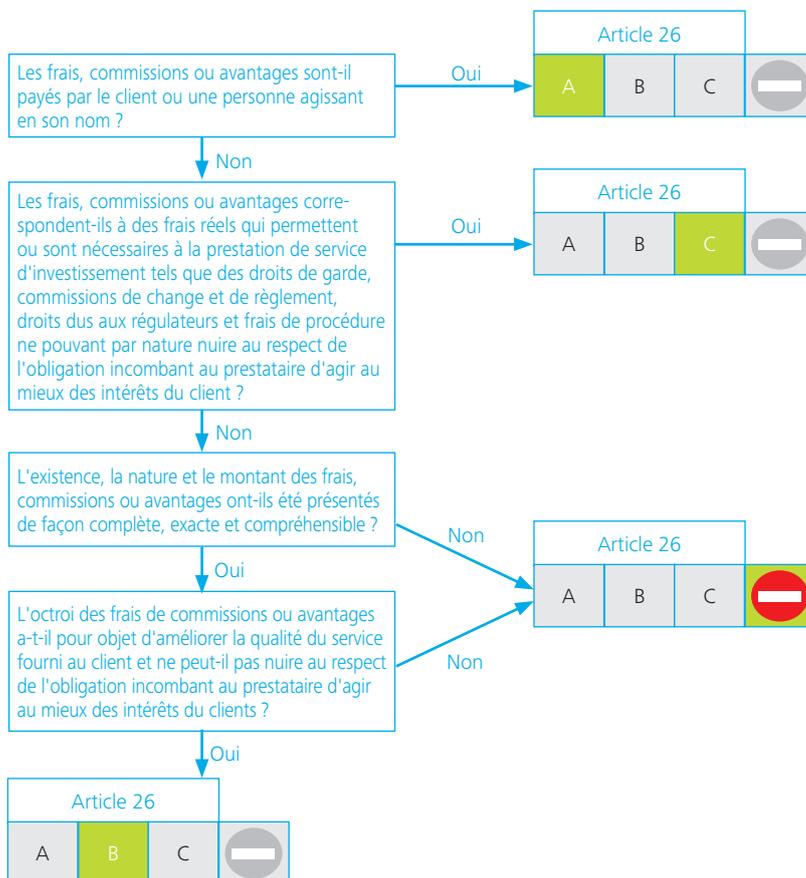
La crise financière a cependant mis en évidence quelques carences et a rendu nécessaire l'ajustement de certaines dispositions de la Directive. Cela a été l'occasion de renforcer le volet portant sur la protection du client final. La Commission Européenne a ainsi entrepris une révision de la MIF en septembre 2010.

En complément des piliers relatifs aux infrastructures de marchés et aux obligations de transparence, s'ajoute dans le volet relatif à la protection de l'investisseur, avec un durcissement des obligations en matière de conseil, assorti d'une interdiction de percevoir toute rémunération en provenance d'un tiers producteur, dans le cadre d'un conseil indépendant.

Le projet de Directive prévoit le même type d'interdiction pour les prestations de gestion de portefeuille, si celles-ci sont effectuées dans le cadre d'un mandat.

Ces nouvelles dispositions sur les *Inducements* soulèvent de nombreuses inquiétudes auprès des acteurs de la Place, dans la mesure où elles auront pour conséquence de redessiner les schémas de rémunération et de distribution.

## Frais commissions ou avantages reçus par un PSI en relation avec la prestation qu'elle réalise pour son client



« *Inducements* » : désigne toute rémunération ou avantage perçu ayant pour objectif d'encourager un comportement, aussi appelé « *Incentive* ».

Au sens de la MIF, et transposé au modèle de distribution français, ils désignent les commissions versées par les sociétés de gestion à leur(s) distributeur(s), généralement constitués d'une quote-part des frais de gestion, et calculés sur la base des encours conseillés/distribués.

# Rappels sur les éléments clés du modèle français

---

Un modèle de distribution marqué  
par le poids des réseaux bancaires

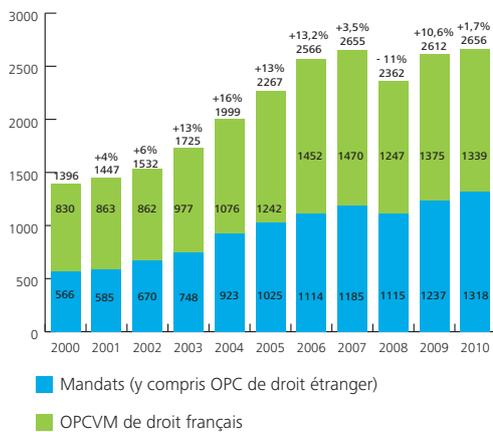


## 1. La gestion française s'appuie sur deux modes de Gestion

### 1.1. La gestion collective

A fin 2010, la France comptait 2 656 milliards d'euros d'actifs sous gestion, dont 1 339 milliards d'euros investis dans des OPCVM de droit français et 1 318 milliards d'euros investis dans les mandats (y compris OPC de droit étranger).

#### Actifs gérés pour le compte de tiers sur le marché français (en milliards d'euros)

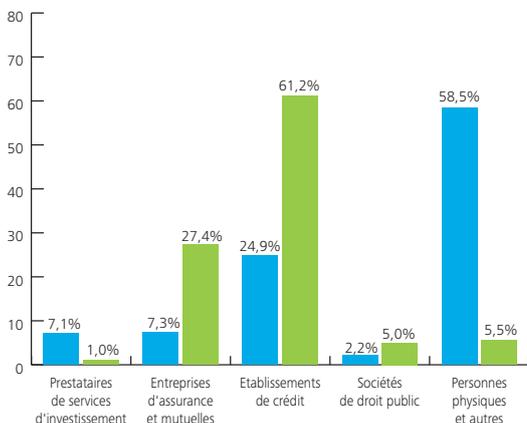


Source : AFG/AMF

En France, la gestion collective représentait 54% des encours gérés par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) à fin 2010. Plus de 80% des encours sous gestion étaient gérés par les 20 premières SGP<sup>1</sup>.

L'activité de gestion reste particulièrement dynamique. Le nombre de SGP en activité à fin 2010 était de 592, dont 44 nouvelles SGP par rapport à 2009 (représentant 25 créations nettes). L'industrie emploie près de 83 000 personnes, dont 15 000 emplois directs<sup>1</sup>.

#### Répartition des sociétés de gestion de portefeuille selon leur actionnariat



■ Répartition par nombre de SGP  
■ Répartition par encours sous gestion

Source : AMF, « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2010 »

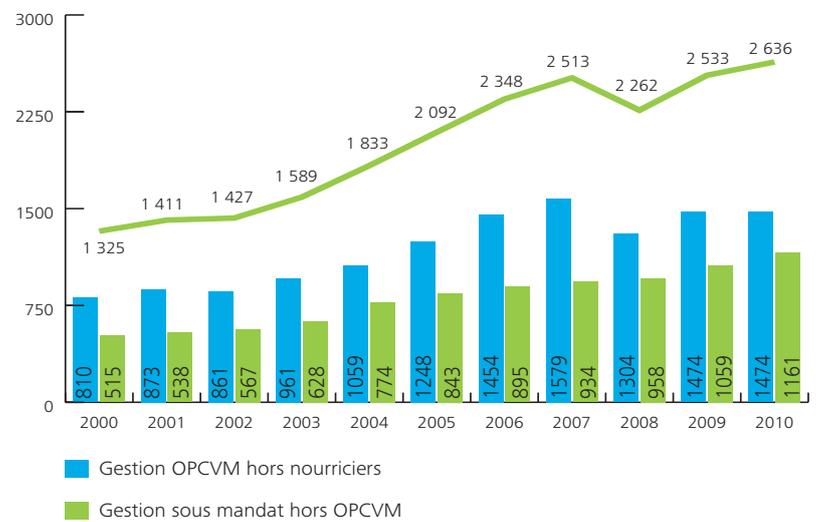
Les sociétés de gestion de portefeuille détenues par des établissements de crédit, représentant un quart de la population des sociétés, continuent de détenir la plus importante part de marché, avec une concentration de 61% des actifs sous gestion<sup>1</sup>.

Les actifs gérés par les sociétés de gestion filiales d'établissements de crédit sont très concentrés : les trois premières sociétés en termes d'encours représentent 54% des encours bruts gérés par les sociétés appartenant à cette catégorie (soit 32% des encours totaux)<sup>1</sup>.

Les SGP détenues par les sociétés d'assurance et les mutuelles, représentant 7,3% de la population des sociétés, détiennent la seconde place en termes de parts de marché avec 27% des actifs gérés<sup>1</sup>.

Environ 60% des SGP sont des sociétés de gestion entrepreneuriales (SGPE), (à noter que 79% des sociétés de gestion agréées en 2010 sont de nature entrepreneuriales).<sup>1</sup>

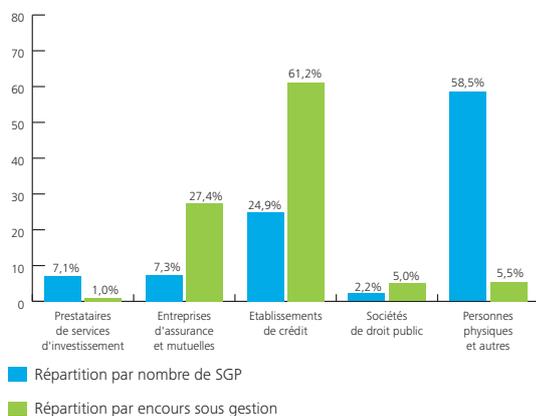
#### Evolution des actifs nets gérés par les SGP (milliards d'euros)



Source : AMF, « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2010 »

<sup>1</sup> AMF, « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2010 »

### Répartition de l'actionnariat selon les encours sous gestion et le nombre de société de gestion de portefeuille



Source : AMF, « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2010 »

Si cette catégorie met en évidence le dynamisme de la place, les encours gérés quoi qu'en progression permanente restent globalement limités.

### 1.2. La gestion individuelle (gestion sous mandat)

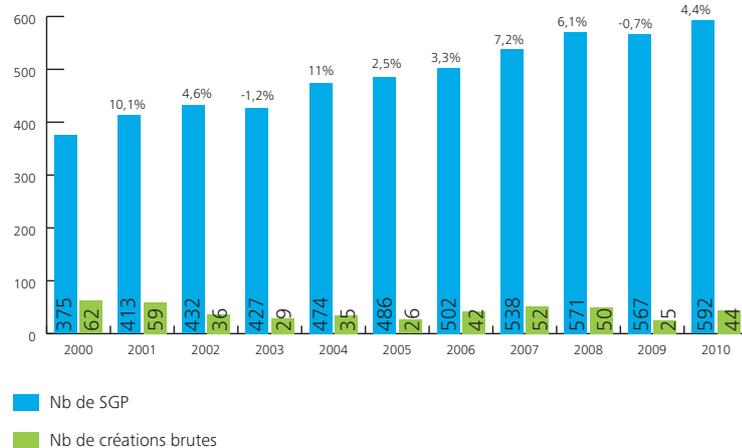
La gestion sous mandat a enregistré 1 346 milliards d'euros d'encours fin 2010, dont 185 milliards investis en OPCVM. Plus de 80 % des investissements en OPCVM dans les mandats sont investis dans des OPCVM « maison » (c'est-à-dire gérés par la même société de gestion ou du même groupe).

Le marché de la gestion sous mandat peut être classé en quatre catégories :

- la gestion institutionnelle, qui regroupe essentiellement les mandats accordés par des organismes tels que les compagnies d'assurances ou les groupes de caisses de retraite et de prévoyance aux prestataires de services d'investissement agréés pour la gestion pour le compte de tiers ;
- la gestion privée assurée à titre principal par des sociétés de gestion, et dans une moindre proportion, par les autres prestataires de service d'investissement, le plus souvent des établissements de crédit ;
- la gestion dédiée d'un portefeuille de valeurs non cotées (notamment les Sociétés de Capital Risque), par des sociétés agréées au titre du capital investissement ;
- la gestion discrétionnaire de portefeuilles immobiliers par des sociétés agréées pour la gestion d'OPCI.

Le marché de la gestion individuelle est lui aussi très concentré puisque les 10 premiers acteurs en termes d'encours représentent 79 % des encours de gestion individuelle et les 20 premiers acteurs 91 %.

### Evolution de la population de SGP en France (en unité)



Source : AGF/AMF

## 2. Un modèle de distribution marqué par le poids des réseaux bancaires

Les OPCVM sont commercialisés à la fois en direct ou par le biais d'enveloppes fiscales : compte titres PEA et DSK ; contrat d'assurance-vie en unités de compte ou encore épargne salariale. Environ un cinquième du patrimoine financier des ménages français est composé d'OPCVM, détenus directement ou indirectement<sup>2</sup>. En France, la distribution, qui consiste à commercialiser des OPCVM ne fait pas l'objet d'un agrément ou d'un statut spécifique et reconnu de « distributeur »<sup>3</sup>.

De manière générale, les SGP peuvent s'appuyer sur deux types de canaux de distribution pour la commercialisation de leur fonds auprès des particuliers :

- les canaux traditionnels : banques ou compagnies d'assurance.
- d'autres canaux externes.

Pour certains établissements, les deux modèles peuvent se juxtaposer, avec des proportions d'encours distribués variables.

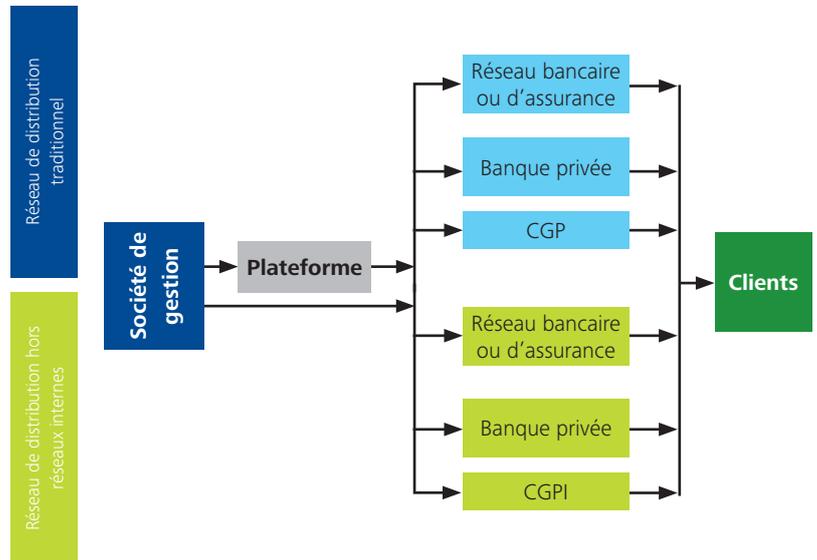
En France, près de 70 % des encours sont distribués via les canaux traditionnels, majoritairement via les réseaux bancaires (44%), les compagnies d'assurance (25%), puis les banques privées (12%)

Trois banques dominent la distribution d'OPCVM, pesant chacune entre 10% et 15% de part de marché.

Bien que ces canaux traditionnels peuvent proposer à leurs clients des OPCVM gérés par des SGP externes à leur groupe, dans les faits, ces réseaux captifs sont fortement incités, à promouvoir les produits « maison », au détriment d'autres produits externes. Au regard de la MIF, ces acteurs ne pourraient donc pas se déclarer indépendants et ne seraient donc pas, à l'heure actuelle, concernés par l'interdiction de toucher des *inducements*.

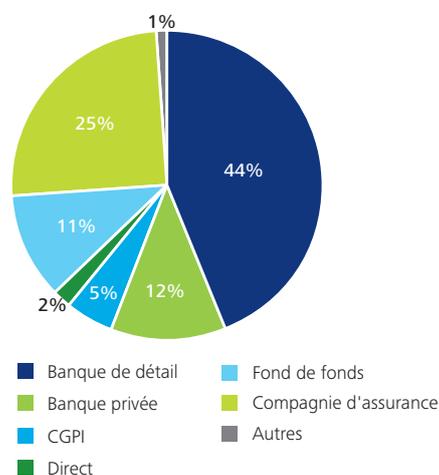
Cependant, ceux-ci craignent de voir un jour cette interdiction s'étendre à tous types de prestations de conseil, qu'ils soient ou non indépendants.

### Un modèle de distribution souvent intermédié



En France, la distribution est assurée majoritairement par les réseaux bancaires représentant 44 % des actifs distribués.

### Répartition par canal de distribution en France



Source: Strategic Insight estimates, European Industry Association 2009

<sup>2</sup> AFG « Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises » Avril 2011

<sup>3</sup> Rapport Eurogroup pour l'AFTI et l'AFG « La distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe » 2004

<sup>4</sup> Strategic Insight estimates, European Industry Association, 2009

### 3. Les CGPI : artisans de l'architecture ouverte en France

Le métier de Conseiller en Gestion de Patrimoine Indépendant (CGPI) semble directement visé par l'interdiction de percevoir des *inducements*, de par la nature de sa fonction de conseiller, et par l'indépendance sous-entendue de sa profession.

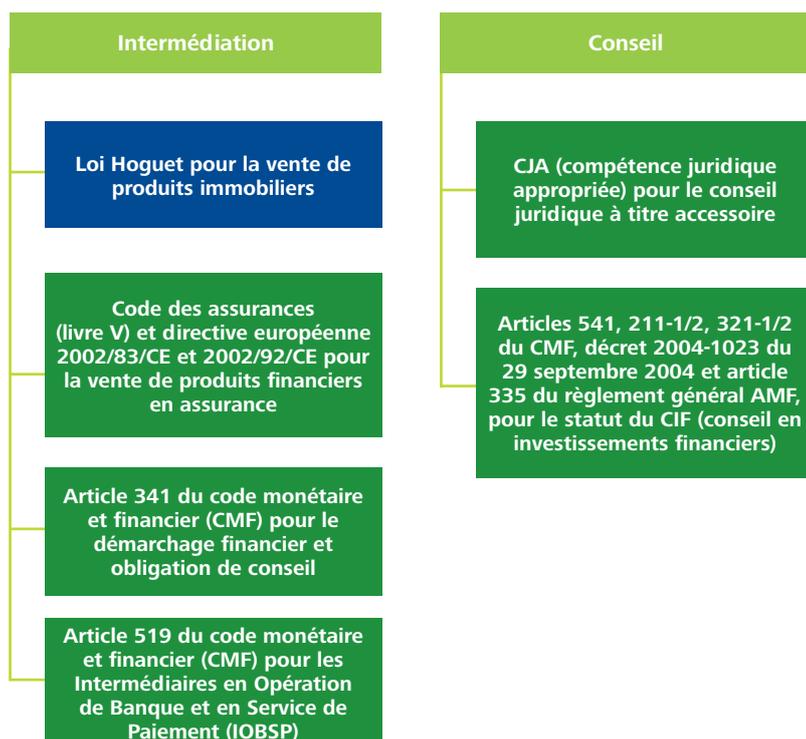
Le CGPI exerce généralement son métier à titre libéral, au sein de cabinets de petite taille, tandis que le CGP est généralement un salarié de banque ou de compagnie d'assurance.

Rappelons qu'il n'existe pas de statut unique encadrant les différentes activités qu'un CGP(I) peut exercer : intermédiation en assurance, en produits immobiliers, ou conseil en investissement.

Chaque activité est encadrée par une réglementation spécifique. Les principaux statuts que peuvent avoir les CGP sont le statut de CIF, de courtier en assurance, d'IOBSP (Intermédiaire en Opération de Banque et en Service de Paiement) et de professionnel de la vente immobilière. Le cas échéant, ils doivent justifier de ce statut par une inscription à des associations professionnelles ou par la détention de cartes spécifiques.

Près de 90% des cabinets de CGPI déclarent avoir le statut CIF<sup>5</sup>.

#### Cadre réglementaire de la profession des CGP



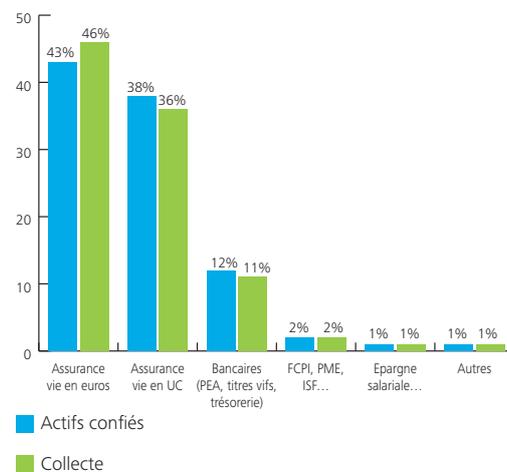
Source : Chambre des indépendants du patrimoine

En France, il existe environ 2 250 cabinets de CGPI représentant plus de 6 000 professionnels ou personnes physiques<sup>5</sup>.

Près de 95% des cabinets de CGPI sont détenus par des personnes physiques et 5% des cabinets sont détenus par des personnes physiques et morales (ce dernier détenant en moyenne un peu plus de 30% du capital du cabinet<sup>5</sup>. Seul 1% des cabinets est détenu à 100% par des personnes morales<sup>5</sup>.

Les CGPI ont collecté près de 9 milliards d'euros en 2010, tous produits confondus. Le portefeuille moyen arbitré par un CGPI est compris entre 80 000 et 120 000 euros. En moyenne, les CGPI comptent entre 100 à 200 clients. En 2010, 90% des cabinets déclaraient avoir plus de trois fournisseurs et 50% d'entre eux ont précisé avoir plus de treize fournisseurs<sup>6</sup>.

#### Répartition en 2010 des actifs de la collecte

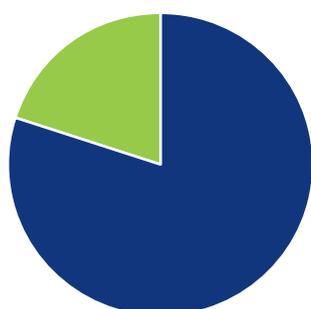


<sup>5</sup> Aprédia « Le livre blanc 2011 »

<sup>6</sup> «Aprédia laisse entrevoir une sortie de crise pour les CGPI», AGEFI, 6 au 12 mai 2011, n° 492, p23

La rémunération du CGPI est principalement composée des rétrocessions versées par les fournisseurs de produits financiers. La part de facturation d'honoraires de conseil est en augmentation même si elle reste encore négligeable.

#### La rémunération du CGPI



- Rétrocession versées par les fournisseurs de produits financiers 80 à 90%
- Honoraires de conseil 10 à 20%

Source : Rémunération des CGPI – Deloitte 2009

#### 4. Les plateformes : des intermédiaires au service des producteurs et des distributeurs

Une plateforme est un intermédiaire entre le producteur du produit financier (SGP) et les distributeurs : réseaux bancaires, compagnies d'assurance, CGPI, ou sociétés de multigestion.

Le rôle de la plateforme est de référencer une large gamme de producteurs et leurs produits. La plupart des plateformes commercialise plusieurs types de produits (OPCVM, EMTN, contrat d'assurance, produits immobiliers...).

Du fait de critères de référencement précis et d'un accès à une large gamme de produits, une plateforme peut également fournir des prestations d'analyse et de conseil pour le compte des distributeurs ou de clients institutionnels. Certaines proposent des services variés autour de leur activité principale comme le reporting, la veille concurrentielle ou des hotlines juridiques et fiscales.

Il existe deux types de plateformes :

- les plateformes logistiques qui gèrent le référencement, les contrats de distribution, le calcul des frais de gestion et des rétrocessions, la négociation des commissions et le recouvrement des rétrocessions.
- les plateformes spécialisées qui fournissent en plus des prestations de conseil et d'analyse (voire de RTO pour les plus complètes) du fait d'un référencement sous conditions précises et de son expertise produit.

---

## Les CGPI : artisans de l'architecture ouverte en France

## 5. Différents modèles de distribution au sein de l'Union Européenne

Selon la Fecif (Fédération européenne des conseils et intermédiaires financiers), on dénombrait 630 000 conseillers et intermédiaires financiers en Europe en 2009.

Ces personnes exerçaient selon différents statuts :

- agents liés à une seule société, représentant 23 % des conseillers européens ;
- agents liés à plusieurs sociétés, représentant 53 % des conseillers européens ;
- courtiers, représentant 18 % des conseillers européens ;
- « financial planners » ou conseiller en gestion de patrimoine (6 %)

Le tableau ci-après illustre la part de marché de quelques intermédiaires européens ainsi que leur nombre de fournisseurs

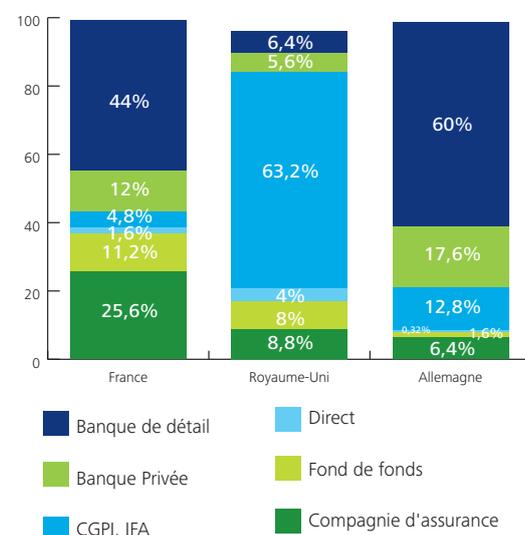
Pays	Nombre de fournisseurs	Part de marché des intermédiaires
Allemagne	Majoritairement mono-fournisseurs (65 %)	36 %
Belgique	40 % sont mono-fournisseurs	50 %
Espagne	50 % sont mono-fournisseurs	30 %
Grande-Bretagne	Principalement mono-fournisseur (35 % sont multifournisseurs)	56 %
Pays-Bas	40 % sont mono-fournisseurs	50 %
Luxembourg	Majoritairement multifournisseurs (90 %)	20 %

Source : Magazine Investissement Conseils, Spécial gestion de patrimoine 2009

La majorité des intermédiaires est rémunérée via des commissions versées par les producteurs de produits d'épargne. Seule une minorité des intermédiaires européens est rémunérée exclusivement par honoraires<sup>7</sup> :

- 7 % au Royaume-Uni
- 5 % en Hollande
- Moins de 3 % en Allemagne.

### Les canaux de distribution en Europe pour les principaux produits d'épargne



<sup>7</sup> Magazine Investissement Conseils, Spécial gestion de patrimoine 2009



## 6. Le cas de la Grande-Bretagne avec le RDR : des textes proches mais des objectifs différents

En Grande-Bretagne, les « Independent Financial Adviser » (IFA) collectent plus de 50 % de l'épargne financière. Ils représentent le canal de distribution privilégié avec une part de 62 % d'actifs distribués. La banque de détail et les compagnies d'assurance représentent quant à elles, chacune entre 6 % et 8 % des encours collectés.<sup>8</sup>

Au Royaume-Uni, la Retail Distribution Review (RDR) concernant la distribution des produits d'investissement aux particuliers lancée en juin 2006 par la Financial Service Authority (FSA) et qui entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013, imposera des obligations proches de celles proposées ultérieurement par la MIF2.

Un des objectifs de cette nouvelle réglementation est de supprimer la partialité associée à la commercialisation des produits d'investissement, en interdisant le versement de commissions ou *inducements*, des producteurs aux intermédiaires et distributeurs, et en introduisant une rémunération directement convenue entre l'investisseur final et le conseiller financier.

La RDR concerne la totalité des produits financiers distribués au Royaume-Uni auprès des investisseurs particuliers britanniques à l'exception des produits suivants :

- produits vendus avant l'introduction de la RDR (« Legacy products »);
- acquisitions successives pour produits initialement vendus avant la date d'application de la RDR et dont les caractéristiques fondamentales demeurent inchangées;
- produits de couverture;
- produits vendus via des transactions directes sans conseil préalable (execution only);
- produits vendus sans recommandations d'investissements personnalisées;
- produits vendus via des conseillers hors Royaume-Uni, s'ils ne rentrent pas dans le scope de la RDR;

A la différence de la MIF2, elle concernera donc les produits d'assurance.

En revanche, les plateformes de distribution seraient dans un premier temps exclues du champ d'application de la RDR, or celles-ci totalisent plus de 80 % des investissements réalisés dans les fonds au Royaume-Uni. Dans sa consultation, la FSA reconnaît que l'interdiction des rétrocessions aux plateformes engendrerait des problèmes opérationnels.

Même si la RDR est un régime purement britannique, cette réforme est suivie de près par les autorités européennes et de nombreuses recommandations de la RDR se retrouvent dans les textes de la directive MIF2.

---

## En Grande-Bretagne, les « Independent Financial Adviser » (IFA) collectent plus de 50 % de l'épargne financière

<sup>8</sup> Strategic insight estimates, European Industry Association, estimation 2009

La RDR s'articule autour de 5 axes principaux :



Préalablement à la commercialisation d'un produit, la notion de conseil devra être définie :

- Le « conseil indépendant » induit une nouvelle définition de l'indépendance. Les conseillers indépendants doivent avoir une gamme suffisamment large de produits et de fournisseurs. Ils doivent fournir des recommandations qui couvrent tous les produits et producteurs qui pourraient répondre aux besoins du client, sans contraintes relatives aux conventions conclues et conflits d'intérêts potentiels.
- Le « conseil restreint » ou « restricted advice » est prodigué par des conseillers ayant un nombre limité de fournisseurs ou une gamme de produits limités.
- Les services d'« execution only » sont par définition non conseillés.

Les impacts attendus de la mise en application de la RDR seraient les suivants :

- Impacts financiers pour les fournisseurs de produits et les conseillers qui devront gérer un système dual engendré par la cohabitation des instruments financiers pré et post-RDR.
- Baisse du chiffre d'affaires pour les conseillers en cas d'application de la TVA sur les honoraires payés par le client. La commission n'étant plus sous forme de commission de placements exonérés de taxe. Le conseiller pouvant être soit considéré comme un intermédiaire, auquel cas la TVA ne s'appliquerait pas, soit comme un conseiller qui serait soumis à la TVA.
- Perte d'emplois, puisque le nombre d'IFA enregistré pourrait passer de 30 000 à 20 000 en 5 ans<sup>9</sup>.
- Restructuration de la chaîne de distribution. Plusieurs modèles sont envisageables notamment la création de solutions D2C (Direct to Customer) afin de minimiser les coûts pour le consommateur final.
- Impacts opérationnels par la mise en place de nouveaux outils et systèmes. Les fonctions de Compliance devront notamment mettre en place les contrôles adéquats.

La RDR apporte des éclairages utiles sur les possibles évolutions à venir sur le volet « inducement » de MIF2.

Toutefois, celle-ci a pour but de fournir un conseil financier de meilleure qualité et de réguler, par la transparence, le coût du conseil et sa rémunération, alors que le volet *inducements* de la MIF2 vise à définir les conditions de validité des rémunérations versées dans le cadre de prestations de services d'investissement et de services auxiliaires (elle concerne la gestion sous mandat et le conseil indépendant).

<sup>9</sup> Ernst & Young, "Ernst & Young industry study", 2011

## 6. Focus sur les schémas de rémunération : un modèle qui n'est pas propre à l'industrie de la gestion d'actifs

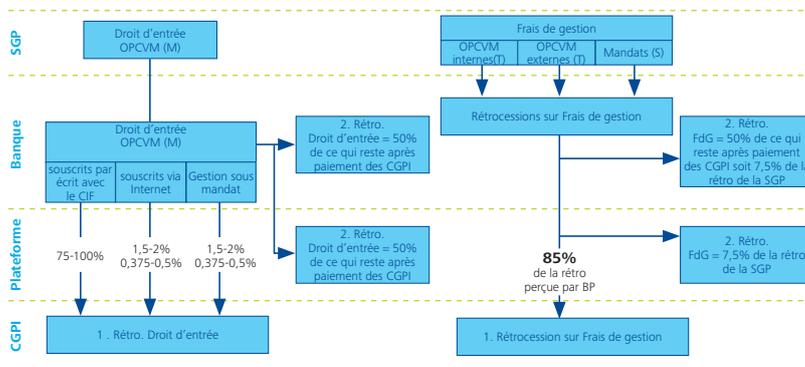
La formation d'un prix de vente est généralement déterminée de la façon suivante : l'intermédiaire propose son prix au détaillant à partir d'une marge additionnée au prix de revient. Ainsi un grossiste qui perçoit une marge de 20 % sur une marchandise qu'il va vendre 100, a acheté celle-ci au fabricant 80. De même, le détaillant qui souhaite percevoir une marge de 33 % sur cette marchandise la revendra 150. Le consommateur ne dispose que d'une information sur le prix final de 150. Il n'a pas en sa possession le coût du producteur et les différentes marges des intermédiaires. Par ailleurs, les fabricants utilisent différentes techniques pour promouvoir un produit auprès d'un réseau que ce soit en négociation ou coopération commerciale :

- Inciter la distribution à référencer la marque (négociation) : Prime de référencement (somme payée par le fournisseur en contrepartie de l'engagement du distributeur d'acheter ses produits), accords de gamme (niveau de ristourne accordé en fonction du nombre de produits suivis par le distributeur), conditions générales de vente.
- Rémunérer les prestations de services des distributeurs (facturation du distributeur au producteur), ce qu'on appelle la coopération commerciale, qui se définit comme l'ensemble des actions réalisées par un distributeur à l'occasion de la revente des produits d'un fournisseur pour les promouvoir ou augmenter l'achat par les consommateurs. Il se matérialise par un contrat annuel dans lequel sont indiqués les rabais, remises et ristournes accordés par l'industriel au distributeur en contrepartie des services offerts pour la promotion et mise en valeur du produit ou des gammes de l'industriel (à titre indicatif, le montant de la coopération commerciale représenterait 30 à 35 % du prix figurant sur le tarif de base). Cet accord ne fait généralement pas l'objet d'un affichage public.

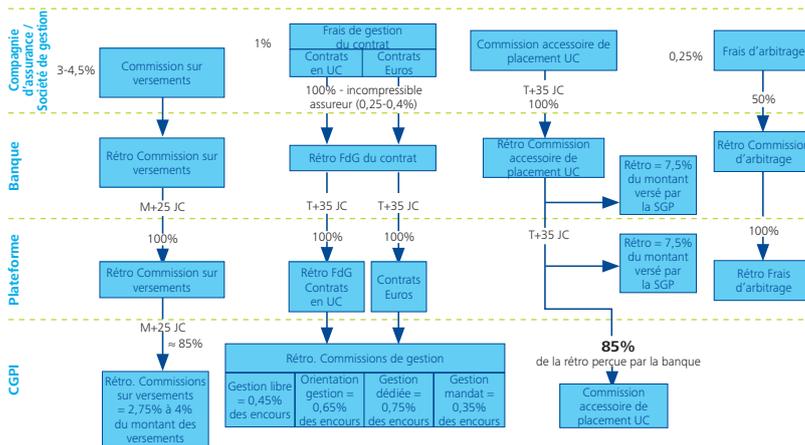
Ces pratiques usuelles sont appliquées sans lien avec l'obligation de conseil qui s'impose à tous vendeurs professionnels.

La rémunération du distributeur par le producteur n'est donc pas un modèle propre à la gestion d'actifs et se rencontre dans d'autres secteurs économiques. Les schémas ci-dessous illustrent les circuits de commissions, allant du producteur au distributeur, pour les OPCVM et pour les produits d'assurance.

### Schéma de rétrocessions sur les OPCVM



### Schéma de rétrocessions sur les produits d'assurance



# Impacts de la suppression des inducements sur les acteurs du marché français

---

Des impacts qui seront fonctions des modalités d'application et de la typologie des acteurs



L'analyse des impacts de la suppression des *inducements* sur les acteurs du marché nécessite de répondre aux questions suivantes :

- qu'est-ce qu'un conseil indépendant ?
- quels sont les produits ou services sous-jacents visés, dans le cadre de ce conseil indépendant ?

La première difficulté réside, en effet, dans la définition de ce qu'est un conseil indépendant, et par voie de conséquence, quels seraient les acteurs impactés dans le cadre de cette activité.

A ce jour, le projet de Directive ne précise pas de manière détaillée ce qu'elle entend par indépendance du conseil.

D'autre part, le texte, impose des obligations aux prestataires déclarant fournir un conseil indépendant, ce qui laisserait sous-entendre la possibilité pour les différents acteurs de ne pas se déclarer indépendants.

Dès lors, peut-on imaginer qu'il sera laissé le choix aux acteurs de se déclarer ou non indépendants ? Ou a contrario, y aura-t-il une obligation de fournir un conseil indépendant, en fonction de la nature de certains prestataires ?

Qu'en sera-t-il des CGPI qui sont sensés être par nature indépendants ?

A ce choix binaire, pourrait être assortie la notion de « conseil restreint », non envisagée à ce jour dans le projet de Directive, contrairement à la RDR.

Car si la Directive établit des conditions et des obligations liées à la fourniture d'un conseil indépendant, elle ne mentionne pas de types de prestataires en particulier.

Le rapport Louis Giscard d'Estaing, publié en juillet 2011 et portant sur les conseillers en gestion de patrimoine propose de définir l'indépendance d'un conseiller comme étant le fait de : « ne pas être lié commercialement, pour chaque catégorie de produit [...] avec un seul producteur et ne pas avoir de lien capitalistique avec un producteur d'instruments financiers, un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance ». Cette définition exclurait de facto du champ d'application de la suppression des *inducements*, la plupart des distributeurs, pour se centrer sur la profession de CGPI.

Reste à savoir quels seront les critères retenus par la Commission Européenne en la matière, car rappelons-le, elle propose notamment que l'intermédiaire :

- informe clairement l'investisseur sur le caractère du conseil fourni : est-il fourni sur une base indépendante et une analyse objective ?
- le cas échéant, justifie avoir analysé un nombre suffisamment important d'instruments financiers disponibles, notamment proposés par différents fournisseurs, avant de conseiller son client (Dans les faits et selon l'étude annuelle de l'AGEFI, 40 % des CGPI interrogés travaillent avec plus de 10 SGP) ;
- s'interdit dans le cas d'un conseil indépendant de percevoir tout avantage ou rémunération de la part de ses fournisseurs (Consultation publique du 8 décembre 2010 paragraphe 7.2.2 1.a et b)

Or, sur le deuxième point, afin de coller à la pratique la notion de diversité « suffisante » invoquée par la MIF, devrait s'appliquer pour chaque classe d'actifs de produits proposés, et non uniquement sur un nombre total de fournisseurs partenaires.

## La notion « d'indépendance »

La notion de « conseil indépendant » est une source de débat dans la mesure où aucun texte de Loi ou directive ne donne une définition claire et précise. C'est ainsi que certains acteurs définissent l'indépendance comme étant « la sélection de produits et de services non guidée par les commissions perçues ». D'autres intègrent une notion capitalistique, qui reviendrait « à agir dans l'intérêt du client, sans contrainte de liens avec les fournisseurs de produits ou de participations au capital ». Enfin, d'autres protagonistes caractérisent l'indépendance par « le fait de n'avoir aucune concentration du chiffre d'affaires auprès d'un seul fournisseur ».

La seconde difficulté est liée à l'incertitude quant à l'étendue des services qui seront impactés.

A ce jour, l'interdiction de toucher des rétrocessions en provenance de tiers concernerait :

- les gestionnaires de portefeuille, dans le cadre de mandats de gestion, invoquant le caractère discrétionnaire de ce service et la possibilité pour la société de gestion d'effectuer des actes de gestion en l'absence de consentement préalable de son client (art.7.2.4 d),
- la fourniture d'un conseil indépendant, une telle rémunération étant considérée comme incompatible avec le caractère indépendant du service (art.7.2.4 e).

Or le périmètre des produits financiers faisant l'objet d'un conseil indépendant n'est pas clairement défini et pourra évoluer, en cohérence avec le projet de Directive PRIPs et la Directive sur l'intermédiation en assurance (IMD).

Cela signifie que l'interdiction, qui porterait, de prime abord, sur les conseils relatifs à l'acquisition/cession d'instruments financiers (au sens de la Directive MIF, dont les OPCVM), pourrait un jour être étendue aux produits d'assurance...

Un cas intermédiaire serait le conseil indépendant portant sur des produits d'assurance-vie commercialisés sous forme d'unités de comptes (qui représentent environ 13 % de la collecte en assurance-vie en France). A titre d'illustration, les supports sécuritaires en euros représentant 87 % de la collecte, et le marché de l'assurance-vie représentent 1 328 milliards d'euros à fin novembre 2010, à comparer aux 1 339 milliards d'actifs sous gestion sous forme d'OPCVM de droit français à fin 2010 (source AFG).

En fonction de la définition du conseil indépendant qui sera retenue par le législateur, ainsi que des produits visés par les directives (MIF2 et IMD2) à venir, l'impact de la suppression des *inducements* aura donc une étendue plus ou moins large, pouvant du cas le plus large (tous les conseillers multifournisseurs étant à la fois CIF et Intermédiaires en assurance : les instruments financiers et les produits d'assurance) au plus restrictif (uniquement les CIF et les instruments financiers), conduire à des impacts très disparates.

Par ailleurs, c'est la directive IMD qui déterminera si les services fournis par l'assureur au client final (détenteur du contrat d'assurance-vie) devront ou non faire l'objet d'une interdiction de rétrocessions.

Enfin, l'application de cette interdiction, à l'instar de la RDR, pourrait se limiter aux flux sur les nouveaux

produits, ce qui ne conduirait pas strictement aux mêmes enjeux qu'une application immédiate à l'ensemble des flux, voire au stock existant.

Les modalités pratiques d'application seront donc déterminantes sur le niveau des impacts escomptés.

Quoi qu'il en soit, la suppression des rétrocessions sur encours, dans le cadre de mandats de gestion, ainsi que dans le cadre d'un conseil indépendant, impactera l'ensemble de la chaîne de commercialisation allant du producteur au distributeur, avec des conséquences plus ou moins importantes en fonction du(es) type(s) d'activités de chaque acteur, ainsi que de son business modèle/type de clientèle.

---

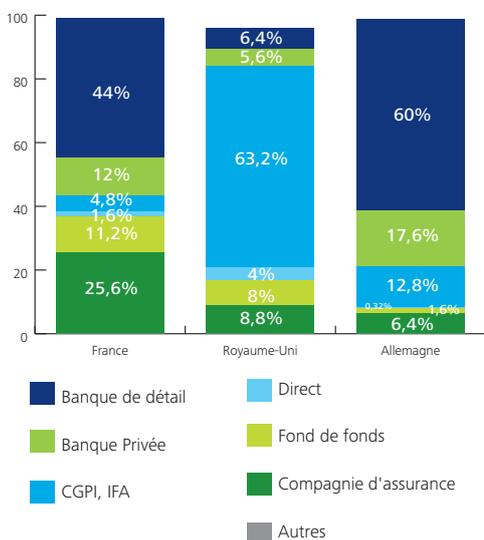
## La directive IMD déterminera si les services fournis par l'assureur au client final devront ou non faire l'objet d'une interdiction de rétrocession

## 1. Les groupes bancaires et d'assurance : des acteurs épargnés par la réforme ?

Intuitivement les réseaux des groupes bancaires peuvent être considérés comme des prestataires « non indépendants », puisqu'ils privilégient la distribution de produits « maisons ».

Les sociétés de gestion adossées à un groupe bancaire seraient impactées de manière très limitée en matière de collecte, puisque la majorité de celle-ci s'effectue via leur réseau interne.

### % d'actifs par canal de distribution



De ce fait, ces banques universelles ne seraient pas concernées par l'interdiction de percevoir des rétrocessions de la part de(s) société(s) de gestion du groupe.

En revanche, notamment pour des questions d'image et de positionnement, certains distributeurs, filiales de groupes bancaires ou d'assurance fonctionnant en architecture ouverte, pourraient estimer être en mesure de remplir les conditions imposées par la MIF et se prévaloir de fournir des conseils indépendants, du moins pour certains segments de clientèle, notamment au sein des départements de « gestion du patrimoine ».

Ceci supposerait la possibilité pour un conseiller salarié d'une banque, de proposer à un client à la fois du conseil indépendant et du conseil « non indépendant », en fonction de la situation et du client, ce qui n'est pas sans conséquence sur l'organisation des versements de rétrocessions, qui risque de se complexifier davantage.

Les groupes bancaires pourraient donc être poussés à distinguer, au sein de leurs différents réseaux de distribution, les entités qui exercent ou non une activité de conseil indépendant, et ainsi, adapter leur modèle de rémunération en conséquence.

## une conséquence pourrait être la mise en place de parts d'OPCVM *retail* différenciées en fonction du caractère indépendant ou non du réseau de distribution

En tout état de cause, les groupes bancaires interrogés estiment que cette réforme sera l'occasion de renforcer leur dispositif de commercialisation afin d'améliorer le service fourni au client.

Une conséquence de cette adaptation du modèle de distribution pourrait être la mise en place de parts d'OPCVM *retail* différenciées en fonction du caractère indépendant ou non du réseau de distribution :

- Une part *retail* existante maintenue et mise à destination des réseaux de distribution « non indépendants »,
- Une part *retail* moins chargée en frais de gestion, créée à destination des réseaux indépendants, puisqu'il n'y aurait plus reversement de rétrocessions.

Cela conduirait à davantage de complexité dans la gestion des souscriptions/rachats, ainsi que dans le processus de rétrocessions, mais permettrait aux groupes bancaires de répercuter sur le client la non-redistribution des *inducements*. Si les sociétés de gestion « jouent pleinement le jeu », le distributeur pourrait plus aisément expliquer et justifier le paiement d'honoraires à son client.

Une autre approche consisterait à dire que les conseillers salariés de groupes bancaires ne pourront pas être considérés par le Directive et par l'AMF comme aptes à fournir un conseil indépendant.

Le réseau de distribution bancaire traditionnel, pourrait ainsi continuer à percevoir des *inducements* de la part des sociétés de gestion au titre de la distribution.

Du côté des compagnies d'assurance et de leur réseau de distribution, l'impact est d'autant plus limité que le projet de révision de la directive sur l'intermédiation d'assurance (IMD) ne prévoit pas à ce jour d'application d'une interdiction similaire, même si un effet de contagion pourrait être envisagé à terme sur les contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Dans ce cas, les distributeurs entrant dans le cadre du conseil indépendant, s'interdiraient de percevoir des rétrocessions sur les instruments financiers sous-jacents, détenus au sein de ces contrats.

## 2. Des inquiétudes et des impacts hétérogènes en fonction du business model pour les sociétés de gestion entrepreneuriales (SGE)

Nous avons interrogé des sociétés de gestion dites entrepreneuriales (SGE), c'est-à-dire n'appartenant pas à des groupes bancaires ou d'assurance, qui ne disposent pas, par conséquent, d'un réseau de distribution interne. Nous avons constaté une hétérogénéité dans les impacts qu'ils prévoient, notamment en fonction de leur business model.

Pour rappel, les sociétés de gestion entrepreneuriales constituent le gros du bataillon des SGP en France (58,5 % en nombre, pour moins de 6 % des encours).

La part des encours distribués, en fonction du type de canal, est relativement disparate en fonction des SGE :

- les CGPI, via des plateformes de distribution (10 - 50 %)
- les banques privées (7 % – 30 %)
- les réseaux traditionnels (banque et assurance) (2 % - 25 %)

*« C'est la mort de l'architecture ouverte, qui a vu le jour en France grâce à la profession de CGPI »*

Les SGE qui distribuent majoritairement leurs encours hors des réseaux bancaires ou d'assurance traditionnels craignent que la suppression des *inducements* ait des répercussions importantes, conduisant à :

- une fragilisation de la profession des CGPI, voire la disparition d'une grande partie d'entre eux et par conséquent, une précarisation du réseau de distribution des SGE
- un appauvrissement de l'offre de produits offerte aux clients et le renforcement des produits de masse standardisés.

Certaines SGE nuancent cependant cet impact, estimant que cette réforme entraînerait un regroupement de

distributeurs indépendants, notamment CGPI, ce qui permettrait de diminuer les coûts « élevés et pas toujours rentables » liés au morcellement de ce réseau, et améliorer la qualité du service offert au client.

*« Il serait erroné de penser que le critère principal de sélection serait le taux de rétrocession. A titre d'exemple, le fonds le plus distribué de la place de Paris possède le taux de rétrocession le plus bas. »*

Les SGE estiment, par ailleurs, que les rétrocessions sur encours, dès lors qu'elles sont portées à la connaissance de l'investisseur final de manière transparente (suivant les obligations imposées par la directive MIF, voire ex-post), ne devraient pas être interdites, car elles rémunèrent une prestation améliorant le service fourni au client, puisqu'elle lui donne accès à des produits auxquels ils n'auraient pas eu accès s'ils étaient passés par d'autres canaux de distribution.

*« Compte tenu de la concurrence entre les sociétés de gestion, les taux de rétrocessions sont très comparables et ne constituent pas un critère discriminant pour le gérant sous mandat ou le conseiller. »*

De plus, la rémunération sur encours étant récurrente, elle permet si elle est correctement encadrée (obligation de reporting et de mise à jour des données du client) de rémunérer un suivi du client sur le long terme et donc la persistance de l'adéquation de ses investissements à sa situation.

---

Certaines SGE estiment qu'étant donné le caractère relativement homogène du pourcentage de rétrocessions (autour de 50% des frais de gestion), celles-ci ne constituent pas un critère de sélection pour le distributeur indépendant.

En outre, certaines SGE estiment qu'étant donné le caractère relativement homogène du pourcentage de rétrocessions (autour de 50 % des frais de gestion), celles-ci ne constituent pas un critère de sélection pour le distributeur indépendant. En tout état de cause, elles estiment que celles-ci ne peuvent pas constituer un critère de sélection dans la durée.

*« Pourquoi une interdiction des rétrocessions, dès lors que l'on est dans une transparence totale vis-à-vis du client? »*

Enfin, les SGE interrogées voient cette réforme comme un frein à la création de nouvelles sociétés de gestion et craignent même la disparition de certaines d'entre elles, en raison de la difficulté à promouvoir leurs produits.

Les SGE qui possèdent d'ores et déjà une notoriété et un track record pourront tirer leur épingle du jeu : leurs produits continueront à être plébiscités et elles trouveront plus facilement des alternatives à leur commercialisation.

Par ailleurs, comme pour les sociétés de gestion appartenant à des groupes bancaires, les SGE pourraient créer des parts retail différenciées en fonction du réseau de distribution.

Enfin, pour les SGE qui visent un marché d'institutionnels et très peu le marché retail, l'impact envisagé d'une suppression des *inducements* reste négligeable.

*« Oui à des obligations de transparence et de suivi du client sur le long terme, justifiant le caractère récurrent d'une rémunération »*

---

Les SGE qui possèdent d'ores et déjà une notoriété et un track record pourront tirer leur épingle du jeu : leurs produits continueront à être plébiscités et elles trouveront plus facilement des alternatives à leur commercialisation.



### 3. L'activité de gestion sous mandat fortement impactée

La réforme des *inducements* entraînerait l'interdiction pour les gérants de mandats de percevoir des rétrocessions de la part des sociétés de gestion, sur les OPCVM détenus.

Pour rappel, il s'agirait d'une interdiction similaire à celle qui était entrée en vigueur en 2003, concernant les fonds de fonds : jusque-là, les sociétés de gestion pouvaient percevoir des rétrocessions lorsque les OPCVM qu'elles géraient, investissaient dans d'autres OPCVM. Depuis, cette pratique est interdite et les éventuelles rétrocessions restent acquises à l'OPCVM de tête.

Pour ces acteurs, les commissions sur encours possèdent une réelle utilité puisqu'elles rémunèrent un travail de sélection de fonds et de suivi des positions des clients. Leur disparition desservirait alors l'intérêt du client.

## L'interdiction de percevoir des rétrocessions aurait deux effets majeurs :

- disparition d'une source de revenus conséquente ;
- création d'une situation de conflit d'intérêt liée à l'incitation à accroître la part d'OPCVM maison placés dans les mandats

L'impact de cette interdiction sera plus ou moins important en fonction de la part de l'activité totale que représente la gestion sous mandat pour une société de gestion, et au sein de ces mandats, la part de fonds externes. Il apparaît que les sociétés de gestion dont l'activité de gestion sous mandat est prépondérante vont devoir revoir leur modèle de rémunération.

Certaines sociétés entrepreneuriales nous ont fait part de leur vive inquiétude car les rétrocessions peuvent représenter jusqu'à 50 % de leurs revenus (dans le cadre de mandats pour des clients non professionnels gérés par des SGE, la part de l'investissement en OPCVM serait de 50% dont 40 % en OPCVM tiers (source AMF)).

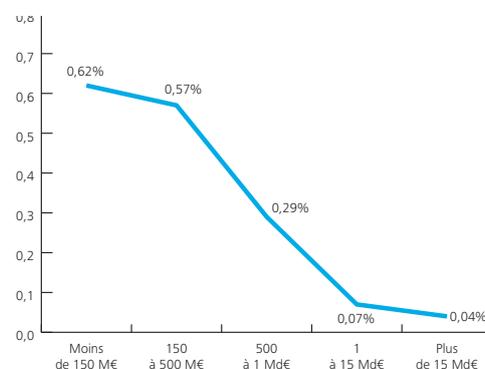
Selon celles-ci, l'interdiction de percevoir des rétrocessions aurait deux effets majeurs :

- disparition d'une source de revenus conséquente ;
- création d'une situation de conflit d'intérêt liée à l'incitation à accroître la part d'OPCVM maison placés dans les mandats ;
- détérioration de la qualité de la prestation offerte, le recours aux OPCVM externes permettant notamment de diversifier les risques au sein des portefeuilles clients.

Afin de compenser la perte de revenus, les sociétés de gestion interrogées envisagent :

- d'accroître leurs frais de gestion, de l'ordre de 100 %, notamment en raison du faible niveau actuel de ceux-ci. Cette option semble commercialement très difficile à mettre en œuvre pour les sociétés de gestion de petite taille ;
- d'augmenter la part des OPCVM maison ;
- de se tourner davantage vers une gestion conseillée. Cette solution supposerait cependant un accroissement important des charges de travail liées au traitement des ordres client. En fonction du nombre de client et du volume des ordres à traiter, cette solution serait plus ou moins envisageable.

Taux de commissionnement pour l'activité de gestion sous mandat (y compris OPCVM investis dans les mandats)



Source : Rapport AMF Gestion pour compte de tiers 2009

En France, la gestion sous mandat représente un encours global de 1 346 milliards d'euros à fin 2011 essentiellement investi en titres vifs. La proportion d'OPCVM investi au sein de ces portefeuilles s'élève à 14 %, dont 80 % d'OPCVM « maison » (avec des variations sensibles par types d'établissements). Nous pouvons estimer qu'un transfert du manque à gagner au client final, TVA incluse, reviendrait pour les SGP à augmenter leurs taux de frais de gestion de l'ordre de 30 %, sans amélioration de la qualité du service rendu au client.

<sup>10</sup> Source AMF

#### 4. Les distributeurs indépendants : vers une forte restructuration de la profession de CGPI ?

Les CGPI, de par la nature des prestations qu'ils offrent à leurs clients se trouvent à la première ligne de cette réforme.

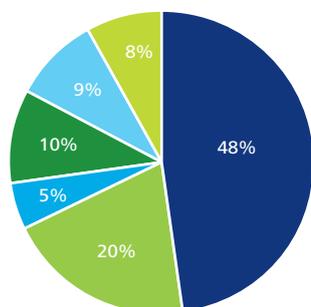
Le chiffre d'affaires des cabinets CGPI est principalement constitué des rétrocessions versées par les fournisseurs de produits financiers ; celles-ci représentant entre 50 et 90 % du chiffre d'affaires, en fonction de la taille du cabinet et de son positionnement, avec une moyenne de 70 %.

Mais, il est important de rappeler la répartition moyenne du chiffre d'affaires des CGPI, par type de produits :

- Assurance (assurance-vie) : 30 %
- OPCVM (via PEA et comptes titres) : 20 %
- Immobilier : 20 %
- Honoraires de conseil : 20 %
- Autres produits (défiscalisation...) : 10 %

La collecte brute des CGPI repose principalement sur l'assurance-vie :

##### Structure de la collecte brute de CGPI



- Assurance vie
- Immobilier / foncier
- Autres
- Valeurs mobilières
- Prévoyance
- Epargne retraite

Source : Baromètre du marché des CGPI, TNS Sofres pour Cardif. Enquête réalisée auprès de 500 CGPI entre mai et juin 2011

Ce qui signifie que si seules les commissions versées au titre de la commercialisation d'OPCVM venaient à être interdites, les répercussions sur le chiffre d'affaires seraient à relativiser pour cette profession.

Néanmoins, les CGPI interrogés s'accordent à dire qu'il n'y a aucun avantage à vouloir supprimer ces rétrocessions, pour le client final. Au contraire, la plupart d'entre eux estime qu'elle conduirait à une dégradation globale de la qualité du conseil offert et de la diversité des produits et services proposés.

Ils estiment, en effet, que cette rémunération récurrente est justifiée par le conseil en amont et en aval de la décision d'investissement, la communication des informations permettant aux clients de prendre une décision d'investissement, la prise en charge des ordres et le reporting du portefeuille client tout au long de la vie de ses produits.

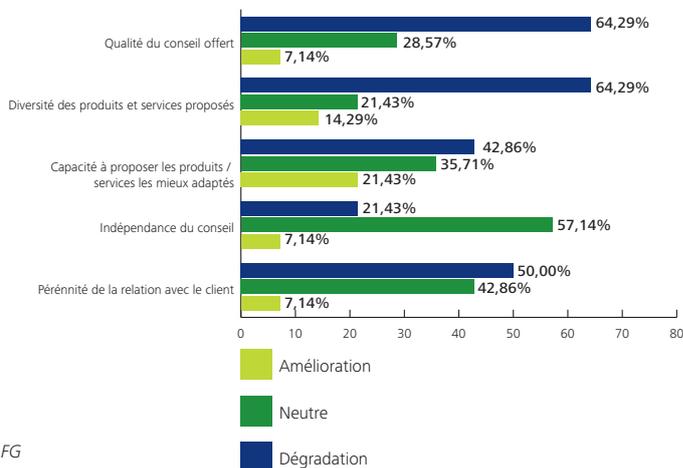
Les CGPI interrogés estiment, en outre, que la facturation d'honoraires, ne suffirait globalement pas à couvrir le manque à gagner. D'autant qu'il leur semble difficile de facturer des honoraires à des clients qui n'en ont pas l'habitude, notamment ceux peu fortunés.

Enfin, ces honoraires seraient soumis à la TVA, ce qui n'était pas le cas des rétrocessions sur encours.

Afin de compenser ce manque à gagner, certains CGPI pourraient donc être incités, au détriment du client final à :

- proposer à leur clientèle des produits plus margés, (immobilier, titres vifs...) ;
- accroître le turnover des portefeuilles de leurs clients, afin d'augmenter la part des commissions de souscription.

##### Les effets d'une suppression des rétrocessions sur encours pour les clients



Source : Étude AFG

Les associations de CGPI interrogées tablent sur la disparition d'un grand nombre de CGPI, qui structurellement de par leur taille et leur type de clientèle, ne pourraient pas adapter leur modèle.

Le rapport relatif aux CGP présenté par Louis Giscard-Estaing souligne que « *la suppression du mode de rémunération par rétrocession engendrait, outre la probable disparition de nombreux CGPI, la limitation du marché de la gestion patrimoniale indépendante aux seuls portefeuilles les plus fortunés. [...] Dans l'hypothèse de la disparition des rétrocessions (ou inducements), ces derniers [les plus petits porteurs] n'auraient finalement plus de réelle alternative à celle des établissements bancaires.* »

L'impact de la suppression des *inducements* sera intimement lié aux modalités d'application du texte.

En effet, si les règles MIF visent à dupliquer celles de la RDR, l'enjeu s'avérerait relativement restreint, compte tenu des flux de collecte actuels (+10,6 milliards de collecte brute pour une décollecte nette de 57,3 milliards d'euros en 2010). Le manque à gagner pourrait être estimé à 6 millions d'euros pour la profession.

Mais l'impact serait tout autre en cas d'interdiction de percevoir des *inducements* portant sur les stocks et l'ensemble des flux, y compris ceux complétant des investissements déjà réalisés. Le manque à gagner pour les CGPI s'élèverait alors à plus de 200 millions d'euros, d'après nos estimations.

---

« Il serait illusoire de penser que la suppression des rétrocessions bénéficierait au client final »

« La distribution a un coût, et c'est toujours le client qui paie au final, que ce soit sous une forme ou sous une autre. Pourquoi donc vouloir à tout prix interdire la rémunération d'un certain type de distributeur, au profit des groupes bancaires ? »

« Le versement des commissions par les sociétés de gestion permet une démocratisation du conseil, qui profite aux investisseurs et favorise ainsi le développement de la distribution et des marchés financiers. »

## 5. La mise en péril du business model des plateformes de distribution

La rémunération des plateformes est majoritairement constituée de commissions sur encours, représentant entre la moitié et deux tiers de leur chiffre d'affaires.

Pour rappel, les plateformes permettent aux SGP de développer leurs encours auprès des distributeurs (réseaux bancaires, sociétés de multigestion et CGPI) grâce au référencement de leurs produits. Celles-ci sont rémunérées par les SGP pour leur rôle d'intermédiaire. L'ensemble des SGP interrogé estime que cette rémunération est justifiable car elle rémunère une activité qui consiste à :

- permettre au distributeur de sélectionner les fonds en fonction du profil de risques des clients ;
- réaliser le suivi des positions des comptes clients pendant toute la durée de détention des produits.

La majorité des CGPI a accès aux produits via une plateforme de distribution, qui prélève une quote-part des rétrocessions versées par les sociétés de gestion.

Les plateformes uniquement « logistiques », dont les rôles sont les suivants, seraient les plus impactées par cette réforme :

- mise en place des contrats de distribution et de placement,
- négociation des commissions,
- calcul et recouvrement des rétrocessions.

En effet, elles se rémunèrent par le différentiel de marge entre les commissions perçues des sociétés de gestion et les commissions versées aux distributeurs.

Tandis que les plateformes proposant des services d'analyse et de conseil en investissement facturent ceux-ci séparément.

Les plateformes interrogées, envisageraient de diversifier leur offre de services, en développant davantage le conseil en investissement et de facturer certaines prestations telles que les calculs et les reporting relatifs aux honoraires de conseils.

---

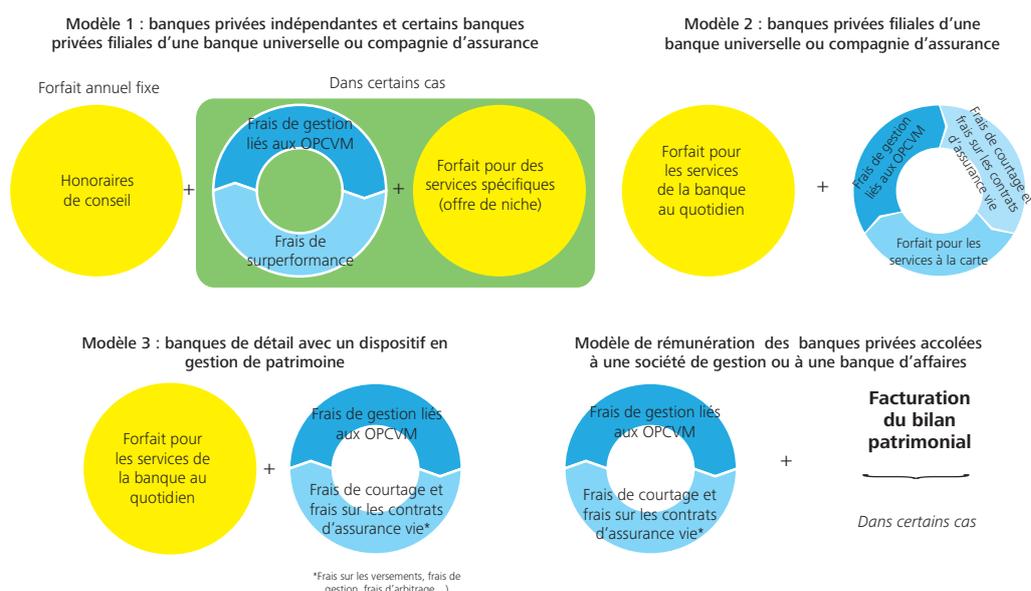
Les plateformes permettent aux SGP de développer leurs encours auprès des distributeurs grâce au référencement de leurs produits. Celles-ci sont rémunérées par les SGP pour leur rôle d'intermédiaire



## 6. Impact pour les banques privées : des effets hétérogènes en fonction du business model

Les différentes banques privées interrogées nous ont fait part de leurs inquiétudes quant à l'impact direct sur leur chiffre d'affaires.

La structure du modèle de rémunération varie sensiblement selon le type d'établissement :



Les rétrocessions sur encours (tous produits financiers) représentant en effet une part non négligeable de celui-ci (jusqu'à 70 % du chiffre d'affaires).

D'après les acteurs interrogés, la suppression des *inducements* conduirait :

- au renforcement des gammes des produits « maison » ;
- à la facturation plus élargie des services (bilans patrimoniaux) ;
- au développement de la facturation d'honoraires de conseil, notamment pour la clientèle la plus fortunée ;
- à une incitation à la commercialisation de produits davantage margés (produits complexes...) et non touchés par la réforme.

Certaines banques privées estiment cependant que ces évolutions ne pourraient pas suffire à compenser le manque à gagner lié aux rétrocessions.

En ce qui concerne les honoraires de conseil, les banques privées déclarent généralement pouvoir en facturer plus facilement à leurs clients, que les CGPI.

D'autant qu'en moyenne, ils constituent une part plus importante du chiffre d'affaires des banques privées que des CGPI. Ces honoraires sont déterminés en fonction du profil de gestion du client.

D'autre part, nous avons interrogé les acteurs sur une potentielle délocalisation de leur activité, notamment en Suisse :

Très peu d'établissements interrogés envisagent de délocaliser en Suisse leur activité de gestion de fortune ou de faire appel à des CGPI suisses.

**« Le client acceptera de payer un prix, mais il ne faut pas que cela alourdisse trop la facture ».**

La suppression de ces commissions limitera donc non seulement le nombre de distributeurs indépendants exerçant sur la place Européenne mais également le nombre d'investisseurs particuliers pouvant accéder à des prestations de conseil et bénéficier de services, voire de produits de qualité.

**« Les clients veulent de la proximité et la réactivité et ne sont pas toujours favorables à payer le prix suisse ».**

Dans ce contexte, la réforme pourrait avoir un effet inverse à l'effet voulu et renforcer les groupes bancaires, réticents à l'architecture ouverte.

Les distributeurs et les producteurs indépendants considèrent donc qu'il est dans l'intérêt du client de préserver la diversité, de l'offre, qui existe grâce aux distributeurs indépendants.

Enfin, cette réforme de la Directive MIF, engendrera des coûts administratifs non négligeables, liés à la mise en conformité : mise à jour des contrats de distribution, création de nouvelles parts, traitement différencié des rétrocessions...

## La réforme pourrait avoir un effet inverse à l'effet voulu et renforcer les groupes bancaires, réticents à l'architecture ouverte.

### Matrice des impacts par type d'acteurs

Worst case scenario

Scenario le plus optimiste

Portée de l'interdiction sur les inducements	CGPI	Banques Privées	Réseaux des banques et assureurs
Flux Stocks Assurance-vie			
Flux nouveaux et sur produits existants Assurance-vie			
Flux nouveaux Assurance-vie			
Flux nouveaux produits			

Niveau d'impact : fort moyen faible nul

# Quelles évolutions attendues pour l'industrie de la gestion d'actifs



---

Inducements : catalyseur d'une évolution structurelle

### 1. Renonciation au statut d'indépendant

L'interdiction de percevoir des rétrocessions pourrait conduire les conseillers en gestion de patrimoine à conserver leur activité intacte mais à ne pas revendiquer leur indépendance auprès de leurs clients.

Ce qui signifierait que l'intitulé « CGI » pourrait disparaître au profit de CGP...

De la même manière, si certaines banques privées se veulent aujourd'hui indépendantes, elles pourraient préférer ne pas déclarer prodiguer un conseil indépendant, afin de poursuivre leurs activités sans être frappées par l'interdiction de percevoir des rétrocessions de la part des producteurs.

Dans l'expectative d'éclaircissements et puisqu'à terme il faudra s'attendre à un élargissement des produits impactés par l'interdiction, les acteurs ont commencé à s'organiser, ce qui a d'ores et déjà donné lieu à des modifications de business model pour certains acteurs de la gestion d'actifs.

### 2. Regroupement, concentration verticale et horizontale

Certains CGI ont choisi d'accroître leur taille via le rapprochement de cabinets, notamment afin de réduire leurs frais généraux.

D'autres créent leur propre société de gestion afin de conserver les frais de gestion au sein du groupe, et proposent à des CGI des systèmes de prises de participations avec versement de dividendes pour le placement de leurs encours dans des OPCVM répliquant les portefeuilles de leurs clients. Les CGI deviennent des actionnaires à part entière, et bénéficient de dividendes.

Ce type de société de gestion, pourrait constituer une voie alternative au développement des conseillers patrimoniaux.

De même, certaines banques privées, envisagent par le biais de prises de participation dans leur société de gestion, de rémunérer leurs entités de distribution à travers le versement de dividendes.

---

L'interdiction de percevoir des rétrocessions pourrait conduire les conseillers en gestion de patrimoine à conserver leur activité intacte mais à ne pas revendiquer leur indépendance auprès de leurs clients.

### 3. Développement de la facturation de prestations au client

Les exigences accrues en matière de transparence et de suivi du client, ainsi que le besoin de compenser le manque à gagner lié à la suppression des *inducements* devraient conduire la plupart des acteurs indépendants à renforcer la facturation d'honoraires en contrepartie des services annexes fournis (bilans patrimoniaux, déclarations fiscales...) et la facturation des conseils en investissement.

Les limites seront notamment la capacité et la volonté du client à payer une prestation de conseil en investissement qui lui semblait jusqu'à présent gratuite.

La facturation d'honoraires devra sans doute être justifiée aux yeux du client, par un accroissement du niveau de service rendu.

Parallèlement, les SGP devraient aménager leurs gammes par la création de parts « moins chargés » permettant aux distributeurs de facturer en direct aux clients ces frais de commercialisation et de suivi (auxquels devrait s'ajouter une TVA).

Dans le cas de gestion d'actifs sous forme de mandat, l'interdiction de percevoir des *inducements* conduirait vraisemblablement la profession à revoir à la hausse les grilles de taux de gestion facturés à leurs clients.

En conclusion, de nombreuses incertitudes restent à lever sur la portée de ce projet de Directive.

Même si, à ce jour, il fait l'objet de vifs débats, l'impact pourrait ne pas être aussi important qu'anticipé par la profession, de par le périmètre des produits impactés (hors assurance vie), les modalités d'application et de par la notion qui reste floue, du conseil(ler) indépendant et de la possibilité d'opter pour un « régime » plutôt qu'un autre, une fois pour toutes ou bien à chaque prestation. Il est important, cependant, de souligner que cette réforme frappe les acteurs de l'industrie de façon inégale. Le recours à une plus grande transparence aurait permis d'atteindre de façon plus indolore les objectifs poursuivis par la Directive (le caractère relativement homogène du pourcentage de rétrocessions restreint la potentialité des conflits d'intérêt).

La perception des effets de l'interdiction des rétrocessions pourrait néanmoins accélérer le mouvement structurel d'évolution de cette profession (intégration horizontale et verticale, « honorairisation »). Reste que les sociétés de gestion entrepreneuriales auront de nouveaux défis à relever dans un contexte qui n'en manque pas :

- transformer les commissions qu'elles percevaient des producteurs dans la gestion sous mandat en frais de gestion ;
- chercher une ouverture de marché au-delà de leur zone de chalandise naturelle.

---

Les limites seront notamment la capacité et la volonté du client à payer une prestation de conseil en investissement qui lui semblait jusqu'à présent gratuite

# Remerciements

*Deloitte souhaite remercier très vivement l'Association Française de Gestion (AFG) et l'ensemble des acteurs de l'industrie qui ont bien voulu collaborer à cette analyse :*

- ACS Patrimoine
- AMUNDI
- ANACOFI
- AXA Gestion Privée
- AXELTIS
- BARCLAYS Wealth Managers
- BNP Paribas Investment Partners
- BNP Wealth Managers
- CARMIGNAC Gestion
- CCR Asset Management
- CM-CIC Asset Management
- CNCIF (Chambre Nationale des Conseillers en Investissements Financiers)
- COMGEST
- Conseil Absolu
- CPR Asset Management
- CYRUS Conseil
- DEBORY ERES
- ENTHECA FINANCE
- FINAVEO & Associés
- FRANKLIN TEMPLETON
- FUND CHANNEL
- GENERALI Patrimoine
- HBSG Global Asset Management
- IT Asset Management
- La Compagnie des CGPI
- La Compagnie Financière Edmond de Rothschild
- MANDARINE Gestion
- Nacre Conseil
- OUDART Gestion
- PATRIMOINE EXPANSION
- PIM GESTION
- PINK CAPITAL
- ROTHSCHILD et Compagnie Gestion
- SELECTION 1818
- Société Parisienne de Gestion
- TOCQUEVILLE Finance
- Yves Pirou

## Contacts

### Pascal Koenig

Associé IMS  
pkoenig@deloitte.fr  
33 (0) 1 55 61 66 67

### Juliette Ly

Manager IMS  
jly@deloitte.fr  
33 (0) 1 55 61 21 88

### Lisette Rimola-Durieu

Manager IMS  
Irimoladurieu@deloitte.fr  
(33 (0) 1 55 61 41 88

Deloitte fait référence à un ou plusieurs cabinets membres de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, société de droit anglais (« private company limited by guarantee »), et à son réseau de cabinets membres constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes. Pour en savoir plus sur la structure légale de Deloitte Touche Tohmatsu Limited et de ses cabinets membres, consulter [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about). En France, Deloitte SA est le cabinet membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, et les services professionnels sont rendus par ses filiales et ses affiliés.

Deloitte fournit des services professionnels dans les domaines de l'audit, de la fiscalité, du consulting et du financial advisory, à ses clients des secteurs public ou privé, de toutes tailles et de toutes activités. Fort d'un réseau de firmes membres dans plus de 150 pays, Deloitte allie des compétences de niveau international à des expertises locales pointues, afin d'accompagner ses clients dans leur développement partout où ils opèrent. Nos 170 000 professionnels sont animés par un objectif commun, faire de Deloitte la référence en matière d'excellence de service.

En France, Deloitte mobilise un ensemble de compétences diversifiées pour répondre aux enjeux de ses clients, de toutes tailles et de tous secteurs – des grandes entreprises multinationales aux microentreprises locales, en passant par les entreprises moyennes. Fort de l'expertise de ses 6 400 collaborateurs et associés, Deloitte en France est un acteur de référence en audit et risk services, consulting, financial advisory, juridique & fiscal et expertise comptable, dans le cadre d'une offre pluridisciplinaire et de principes d'action en phase avec les exigences de notre environnement. Pour en savoir plus, [www.deloitte.fr](http://www.deloitte.fr)

Deloitte  
185, avenue Charles-de-Gaulle  
92524 Neuilly-sur-Seine Cedex  
Tél. : 33 (0)1 40 88 28 00 - Fax : 33 (0)1 40 88 28 28

© Mai 2011 Deloitte SA - Tous droits réservés - Member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited

