

## EN SYNTHÈSE

La Commission européenne va publier au T2 2023 son projet « *Retail Investment Strategy* » avec l'ambition de revoir en profondeur l'ensemble des règles en vigueur en matière de commercialisation des produits d'investissement (i.e. assurance vie et instruments financiers) à l'attention du grand public.

Ce projet suscite beaucoup de craintes de la part des établissements financiers, depuis que la Commissaire européenne en charge du dossier a annoncé son intention d'interdire le modèle de rétrocessions qui fait largement référence aujourd'hui en Europe.

Nous décrivons dans cette lettre les principaux concepts et évolutions qui pourraient être avancés (au-delà du seul sujet des *inducements*), ainsi que leurs impacts pour les clients et l'industrie financière.

Nous partageons notre vision prospective des différents modèles de distribution de demain, reconfigurés et adaptés à ce nouveau cadre législatif.

## LA RETAIL INVESTMENT STRATEGY ET LES INDUCEMENTS : QUEL AVENIR POUR LES MODELES DE DISTRIBUTION DES PRODUITS D'INVESTISSEMENT ?

Il y a beaucoup d'actualités et de projets structurants en ce début d'année 2023 en matière de règles de commercialisation des produits d'épargne, et plus généralement de protection des épargnants.

Au niveau national d'abord, avec la proposition de loi des sénateurs Husson et Montgolfier sur la protection des épargnants qui prévoit notamment la transférabilité des contrats vie, des multiples prises de position du ministre et de l'ACPR sur les frais (jugés excessifs notamment dans l'épargne retraite et l'assurance vie), et également l'AMF qui se mobilise sur le front des cryptos actifs, des influenceurs, etc.

Mais surtout ensuite au niveau européen, dans le cadre de la publication annoncée au 2<sup>nd</sup> trimestre 2023 par la Commission européenne, de sa stratégie sur l'investissement de détail ou « *Retail Investment Strategy* » (RIS), qui a l'ambition de revoir en profondeur l'ensemble des règles en vigueur en matière de commercialisation des produits d'investissement (i.e. assurance vie et instruments financiers) à l'attention du grand public, tout en améliorant la participation des investisseurs particuliers au financement de l'économie.

L'impact potentiel de cette nouvelle Directive RIS est considérable, du fait de sa vocation (notamment revoir MIFID2, IDD et PRIIPs sur les questions relatives à la protection des investisseurs) et des mesures assez transformantes qu'elle pourrait intégrer.

### INTERDICTION DES RETROCESSIONS DE COMMISSIONS ?

La Commissaire européenne Mairead McGuinness, en charge des services financiers, a écrit en décembre dernier son intention d'interdire les rétrocessions de commissions. Elle a affirmé notamment 1/ « *L'interdiction par l'Union européenne des incitations à la vente de produits financiers pourrait réduire de plus d'un tiers les coûts supportés par les particuliers* », 2/ « *Les produits sur lesquels des incitations sont versées sont - en moyenne - environ 35%<sup>1</sup> plus chers que les produits d'investissement sur lesquels aucune incitation n'est versée* », et 3/ « *Les conseils automatisés n'ont pas besoin d'être coûteux* ».

<sup>1</sup> Selon une étude réalisée par Kantar pour la Commission européenne, corrigée depuis à 25% selon Kantar

Les représentants de l'industrie financière, soutenus par les grands états membres (Allemagne, France, Italie notamment), sont très mobilisés contre cette interdiction, alertant sur ces effets néfastes : 1/ suppression d'une source majeure de revenus pour l'industrie financière, qui finance aujourd'hui les conseillers et les agences, avec pour résultat que 2/ une part importante des petits épargnants n'aurait plus la faculté et les moyens d'être conseillée. Markus Ferber, le député allemand du PPE, très engagé contre l'interdiction, indique que « *la seule façon pour ces petits clients de détail d'avoir accès à des conseils en investissement est d'emprunter la voie des conseils non indépendants partiellement financés par des incitations* ».

Si les grands pays soutiennent le maintien des rétrocessions, il faut noter cependant que beaucoup ont d'ores et déjà mis en œuvre l'interdiction, comme en témoigne le tableau ci-dessous :

#### Commissions interdites sur les contrats vie

Allemagne	Non
Belgique	Non
Danemark	Oui
Espagne	Non
Finlande	Oui
France	Non
Grande-Bretagne	Oui
Italie	Non
Pays-Bas	Oui
Norvège	Oui

L'expérience de la Grande-Bretagne fait référence dans ce domaine, ayant interdit les rétrocessions en 2013 dans le cadre de la « *Retail Distribution Review* » (RDR).

Si l'issue de ces discussions est incertaine, la probabilité de voir l'interdiction est sérieuse.

En outre, dans le cas où le régime des rétrocessions serait maintenu, ces dernières pourraient être partiellement interdites (cas des ventes sans conseil, des mandats d'arbitrage, etc.) et conditionnées à la mise en œuvre de mesures impactantes tant en matière de gestion des conflits

d'intérêt, que de modération et de justification des frais.

### LA « *RETAIL INVESTMENT STRATEGY* » : UN ENORME CHANTIER LEGISLATIF, REVISITANT POTENTIELLEMENT TOUTES LES PRATIQUES

La RIS revisite et va remodeler un champ très vaste de pratiques, en remettant en cause l'essentiel de MIFID2, IDD, PRIIPS, et de nombreuses autres Directives (AIFMD, UCITS, S2, PEPP, etc.) :

#### Les principaux sujets couverts par la RIS :

1. Education et connaissance financière,
2. Innovation digitale (yc. open finance...),
3. Documents et exigences précontractuels,
4. PRIIPs,
5. Suitability and appropriateness,
6. Catégorisation des clients,
7. Rétrocessions et qualités du conseil,
8. Complexité des produits,
9. Indemnisation des clients,
10. Pouvoirs des superviseurs,
11. Produits d'investissement durables.

Il est hautement probable que malgré leur alerte et demande d'une pause réglementaire, les banques, gestionnaires d'actifs et de patrimoine, et assureurs devront revoir tout ce qu'ils viennent à peine de mettre en œuvre pour MIFID2, IDD et PRIIPS, avec de très gros chantiers techniques et des impacts lourds sur leurs process.

L'opportunité de faire converger les règles issues de MIFID2, IDD et PRIIPS constitue, avec les *inducements*, la question certainement la plus importante liée à la RIS.

Si cela devait être le cas, ce qu'espère éviter l'industrie, l'impact sur IDD serait considérable, étant globalement moins exigeante que MIFID2.

IDD offre également aujourd'hui, de manière optionnelle, la faculté pour un Etat de choisir de mettre en place un niveau de vente sans conseil (article 30), sur la base d'une exécution seule (sans test d'adéquation), applicable aux seuls produits non complexes. La capacité de la France, qui n'a pas retenu cette option de vente sans conseil lors de sa transposition de IDD, à maintenir l'absence de vente sans conseil est aussi un enjeu important.



## LES NOUVEAUTES QUE POURRAIT INTEGRER LA « RETAIL INVESTMENT STRATEGY » A FORT IMPACT SUR LE MODELE ECONOMIQUE

Mais au-delà de ces multiples évolutions et complexités techniques, la RIS suscite avant tout beaucoup de craintes, car elle pourrait amener des évolutions majeures remettant en cause les modèles économiques en place.

### **Fair value for money et transparence accrue sur les frais supportés par l'épargnant**

Considérant que le total des frais prélevés à l'épargnant est trop important, la Commission souhaite donner une grande visibilité et réduire ainsi la proportion du total des frais rapporté à la performance brute délivrée à l'épargnant.

Sans attendre la RIS et réagissant à la contribution de l'EIOPA, France Assureurs recommande aux assureurs d'évaluer le bon rapport qualité / prix de leurs UC. Les assureurs sont invités à comparer les frais de leurs UC par profil de fonds (SRRI), puis de justifier le référencement ou écarter les fonds dont la qualité ne justifie pas un écart élevé (30 à 50%) avec la moyenne de frais de la même catégorie. Les producteurs devraient élaborer des politiques visant à évaluer ce rapport qualité prix dans la définition des offres de façon régulière.

Les assureurs avaient déjà avancé en France en créant une grille commune de comparaison des frais des contrats d'assurance vie et de retraite.

Cette approche raisonnable et dont l'impact devrait être modeste, est loin cependant de ce qui pourrait résulter d'un alignement des règles de transparence des frais sur le régime de MIFID2.

La « *Fair value for money* » pourrait transformer en profondeur la transparence des frais en assurance, actuellement moins-disante par rapport à MIFID2, et contraindre les distributeurs à communiquer une estimation personnalisée du total des frais d'une proposition d'investissement sur le rendement brut attendu (*ex ante*) et délivré (*ex post*).

Si l'épargnant disposait d'une simulation personnalisée des frais (comme dans MIFID2) dont le total serait visible et rapporté au rendement attendu, il est probable que certains acteurs et conseillers soient mis en difficulté.

### **Personalised Asset Allocation Strategy (PAAS)**

La Commission envisage de créer un nouveau service de « Stratégie d'allocation d'actifs personnalisée », ou « *Personalised Asset Allocation Strategy* » (PAAS), qui consisterait pour un conseiller à découvrir les besoins et profils du clients, et lui recommander non pas une proposition d'investissement (au niveau de l'instrument) mais une allocation d'actifs. L'objectif visé avec cette initiative est de dissocier la fourniture du conseil et des produits (le client étant en mesure de mettre en concurrence les fournisseurs de produits) et ainsi faire émerger davantage la gestion passive et baisser les marges des intermédiaires.

Les promoteurs de ce nouveau service y voient également l'intérêt de favoriser l'investissement en actions (dans l'économie réelle) plus facile à recommander au sein d'une allocation diversifiée et équilibrée, que via un produit unitaire.

Si ce service devait être concrétisé dans la RIS, il est vraisemblable qu'il favoriserait le développement des courtiers et CGP, les banquiers et assureurs ayant à se positionner sur l'opportunité de faire des offres sur ces dossiers que leur soumettraient courtiers et CGP, à l'image de ce qui se fait sur le marché du crédit.

### **Référencement d'ETF et accès aux « clean shares »**

Les défenseurs du « *ban* » pur et simple, critiquent le taux de chargement élevé des produits recommandés et/ou référencés, et l'impossibilité pour l'épargnant d'accéder à des produits peu chargés (« *clean shares* »), dont la souscription est réservée par les producteurs aux seuls conseillers indépendants et gestionnaires sous mandats.

On peut penser qu'un peu plus d'ouverture et un référencement minimal de ces produits (ainsi que certains autres produits de finance durable et solidaire) serait un moindre mal pour les acteurs du marché, et pourrait constituer une contrepartie à moindre coût qui serait accordée pour maintenir le modèle des rétrocessions sur le conseil non indépendant.

**Fresh thinking, smart decisions.**



# FRAME

## Evolution des règles relatives aux rétrocessions

Contre toute attente, malgré un grand nombre de parties prenantes européennes favorables à l'interdiction pure et simple du paiement pour flux d'ordres ou « *Payment For Order Flow* » (PFOF) pratiqué par les néo brokers (et concrétisé par des courtages gratuits qui sont appréciés du reste par les *millennials* !), le PFOF pourrait être autorisé, au moins dans certains pays (comme l'Allemagne très demandeur de ce maintien) selon le compromis récent trouvé au niveau européen.

Plus généralement, l'avenir des « *Inducements* » semble incertain, comme évoqué précédemment.

On peut cependant penser qu'un scénario plausible, plutôt qu'un maintien généralisé ou une interdiction totale, pourrait être des rétrocessions interdites partiellement, pour certains services, produits et circonstances (cas des ventes sans conseil ou *execution only*, des mandats d'arbitrage en assurance vie, des produits illiquides et/ou produits complexes, de la pratique des précomptes en assurance vie, etc.).

## LES CONSEQUENCES D'UN « BAN » ET LES TRANSFORMATIONS DES MODELES DE DISTRIBUTION QUI EN DECOULERAIENT

Il est difficile d'anticiper toutes les conséquences d'une interdiction des rétrocessions car beaucoup de mesures de contournement pourraient être imaginées pour minorer les impacts ; leur faisabilité restant cependant à confirmer.

On peut toutefois dessiner les impacts les plus probables, assez différents selon les segments de clients et types d'acteurs :

### Une baisse accélérée des revenus pour tous les acteurs de l'industrie financière

Globalement, la baisse continue des revenus des acteurs de l'épargne financière observée depuis 10 ans serait accélérée, obligeant l'industrie à couper dans les frais généraux et revoir drastiquement les modèles d'organisation et de services.

Revoir les prix à la hausse, adapter le niveau de service selon les enjeux clients, écarter ou

reconfigurer certaines activités et clients non rentables devraient être au menu des professionnels.

On peut anticiper un tri dans le marché, mettant en difficulté voire éliminant les acteurs ayant des niveaux de services et une valeur ajoutée basiques.

### Développement des *family offices* et révisions des modèles d'affaire dans la gestion de fortune

Le développement de solutions très transparentes en matière de prix pour le client et/ou reposant sur des honoraires sur le modèle des *family offices*, est déjà assez généralisé au niveau des grandes gestions de fortune.

Si les modèles d'affaires seraient partiellement à revoir pour converger complètement, cette évolution ne peut mettre en péril significativement les gestions de fortune et leurs prestataires.

### Généralisation du modèle d'architecture fermée (ou peu ouverte) et création de sociétés de gestion sur les segments du patrimonial et du *mass market*

Sur le cœur du marché bancaire et assurantiel, la suppression des rétrocessions pourrait avoir comme conséquence majeure de généraliser les modèles d'architecture fermée, et la « verticalisation » des activités (i.e. intégration de société de gestion et le cas échéant de compagnie d'assurance par un réseau distributeur ou inversement).

En clair, l'idée serait de continuer à faire commercialiser par les conseillers des produits internes chargés, en laissant les marges au niveau des producteurs, et d'organiser analytiquement ou par d'autres moyens un transfert interne de ressources du producteur vers le distributeur. Cette solution, qui reviendrait à contourner l'interdiction des rétrocessions, est loin d'être évidente et le régulateur pourrait naturellement contester et limiter la portée de ce type de montage. Dès lors toutefois que le chargement global du client serait inchangé, il existe un très grand nombre de moyens et solutions pour arriver au résultat attendu (exemples : regrouper les clients privés et la gestion dans une même entité juridique PSI, créer

**Fresh thinking, smart decisions.**

des petites sociétés de gestion « internes » à dimension technique fabriquant en pratique les produits en déléguant la gestion sur le modèle du « *sub advisory* », faire porter aux producteurs le développement des outils informatiques et les moyens de support et d'animation du réseau...).

Ces solutions sont incertaines et cette situation serait spécialement compliquée pour les réseaux distributeurs ne disposant pas en propre de société de gestion d'actifs et de compagnie d'assurance dans une moindre mesure.

On note au passage que ce mouvement généralisé vers l'architecture fermée irait certainement à l'encontre des objectifs des Associations d'épargnants qui militent au contraire pour une ouverture aux meilleurs produits du marché.

Ce mouvement pourrait difficilement être complet et régler toutes les difficultés soulevées par une interdiction éventuelle des inducements, car les sociétés de gestion internes ne sauraient couvrir tous les produits de diversification et de gestion spécialisée (ex. private capital, immobilier, ...).

### Accélération du mouvement de concentration dans le secteur des conseillers en gestion de patrimoine et des sociétés de gestion

Le « *ban* » pourrait à la fois signer l'arrêt de mort des petits acteurs et favoriser la concentration déjà engagée des conseillers en gestion de patrimoine (CGP) et des sociétés de gestion d'actifs positionnées sur ce marché sans disposer de la taille critique.

Il est probable que les petits CGP et leurs partenaires seraient très lourdement touchés (n'étant pas en mesure de facturer les clients en honoraires à la hauteur des montants perçus en rétrocessions), seraient certainement conduits à fermer ou s'adosser à de plus gros acteurs à des prix cassés. Il en irait de même pour les petites sociétés de gestion.

### Opportunité de développement des plateformes d'exécution et de conseils robotisés

La difficulté accrue pour les clients retail à bénéficier de conseil qui résulterait du « *ban* »,

pourrait favoriser l'émergence d'offres d'exécution enrichies avec des conseils robotisés ou plus industrialisés.

Les outils *selfcare* du marché se limitent pour la plupart aujourd'hui à mettre à disposition des informations et fonctionnalités d'aide à la décision. On peut penser que les intermédiaires seraient incités à enrichir ces outils pour fournir aux clients une forme de conseil simplifié et un accompagnement adapté (ex. « e-gestion conseillée », fourniture de *buy lists* par thème et par besoin d'investissement, etc.).

Les acteurs en ligne et les plateformes d'exécution auraient ainsi des opportunités de développement, à l'image de ce qui a été observé dans certains pays (UK et Pays Bas où les rétrocessions avaient été interdites il y a quelques années).

Les régulateurs pourraient également se saisir de l'enjeu de ces nouveaux services, à l'image de la FCA qui réfléchit en ce moment en Grande Bretagne à une « *guidance* », sur des offres de conseil simplifié de type *low cost*.

### ANTICIPER POUR AGIR RAPIDEMENT ET SE DEMARQUER

Compte tenu de l'importance des impacts anticipés, il nous semble souhaitable que chacun travaille dans son domaine sans attendre le texte définitif de la Commission européenne, et évalue les différentes options et opportunités qui pourraient s'offrir à lui.

On voit que ces évolutions pourraient soulever des questions de portée stratégique de premier plan, touchant tous les métiers avec des intérêts très divergents.

Ceux qui auront les idées claires et agiront vite en tireront certainement de très grands bénéfices.



Pierre Monteillard, Associé

**Fresh thinking, smart decisions.**