

Avenir du conseil indépendant et des CGPI : l'épée de Damoclès

Introduction

La publication de la Directive n° 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, dite « Directive MIF II », continue de susciter de fortes inquiétudes concernant l'avenir du conseil indépendant et du « *business model* » des conseils en gestion de patrimoine indépendants (CGPI).

A l'heure actuelle, les commissions sur encours versées par les producteurs ou émetteurs d'instruments financiers représentent environ 80% de la rémunération des CGPI, les 20% restants provenant pour l'essentiel d'honoraires ou d'opérations pratiquées hors périmètre des marchés financiers.

La révision au niveau communautaire de la Directive sur les marchés d'instruments financiers avait pour objectif d'affirmer le rôle de conseil des intermédiaires vis-à-vis des clients, de lutter contre de potentiels conflits d'intérêts et de préciser les critères de qualification du service de conseil en investissement donné à titre indépendant.

En substance, la reconnaissance du caractère indépendant du conseil fourni est subordonnée, d'une part, à une analyse suffisamment large du marché des produits d'épargne, et, d'autre part, à une interdiction de percevoir des rémunérations de la part de tiers.

La généralisation d'une telle interdiction présente des risques à la fois pour la profession et pour les usagers.

Pour les professionnels, la remise en cause d'un système de rétrocession de commissions représentant 80% de leur rémunération est de nature à provoquer la disparition de la majeure partie d'entre eux.

Ce phénomène a d'ailleurs pu être observé au Royaume-Uni lors de l'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2013, de la « *Retail Distribution Review* », qui a modifié la réglementation anglaise pour interdire les rétrocessions de commissions.

Mais une telle interdiction présente également un risque pour l'investisseur dans la mesure où la valeur de la commission supprimée est susceptible d'être répercutée sur le coût de la prestation facturée au client.

Pour autant, après avoir consulté les différents acteurs entre le 22 mai et le 1^{er} août 2014, l'ESMA a publié le 19 décembre 2014 la version définitive de son avis technique¹ à la Commission Européenne concernant le contenu des actes délégués à prendre en application de la Directive MIF II² et son Règlement d'application³.

¹ Final Report – « *ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* » du 19 décembre 2014 – ESMA/2014/1569

² Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers

³ Règlement UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers

Afin d'apprécier si cette interdiction représente le « *no future* » de la profession de conseil en gestion de patrimoine indépendant annoncé par certains, il convient d'examiner successivement l'interdiction de principe de percevoir des « *inducements* » (I), les exceptions à cette interdiction (II), et enfin la portée de l'interdiction (III).

1. L'interdiction de principe de percevoir des « *inducements* »

Sur ce point, la Directive pose dans son article 24 point 7 une interdiction d'accepter ou de percevoir « *des droits, commissions ou avantages monétaires et non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers* ».

L'interdiction de principe vaut lorsque le service de conseil en investissement est fourni sur une base indépendante. Cette précision est importante car il pèse désormais sur le prestataire de services d'investissement qui offre une telle prestation une obligation d'information spécifique.

En effet, lorsqu'une entreprise d'investissement informe le client que les conseils en investissement financier sont fournis de manière indépendante, ladite entreprise en investissement doit évaluer un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché. L'article 24 point 7 de la Directive MIF II précise à cet égard que les instruments financiers « *doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par :*

- i. l'entreprise d'investissement elle-même ou par les entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ; ou*
- ii. d'autres entités avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des relations juridiques ou économiques, telles que des relations contractuelles, si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ».*

Dans le cadre de son obligation d'information, l'entreprise d'investissement doit également préciser à son client qu'elle n'accepte pas les droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires susmentionnés.⁴

Une même interdiction de principe pèse sur l'entreprise d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille en application de l'article 27 point 8 de la Directive MIF II qui dispose, dans les mêmes termes, que lorsqu'elle fournit des services de gestion de portefeuille, « *l'entreprise d'investissement n'accepte pas, en les conservant, des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers* ».

On observera que la Directive MIF II ne vise pas expressément les conseils en investissement financier mais seulement les entreprises d'investissement. Toutefois, il est fort probable que l'AMF élargisse cette interdiction aux conseils en investissement financier.

⁴ Article 24 point 7 (b) de la Directive MIF II

2. Exceptions à l'interdiction de percevoir des « *inducements* »

L'interdiction de percevoir des « *inducements* » est assortie de différentes exceptions.

Tout d'abord, la perception d'une rémunération d'un tiers n'est pas interdite si elle est intégralement reversée au client, et ce dans un délai raisonnable. Dans son avis technique, l'ESMA a rappelé qu'elle doit s'accompagner de la mise en place d'une politique visant à s'assurer que les commissions sont effectivement transférées au client⁵.

Ensuite, la Directive réserve expressément la possibilité pour l'entreprise d'investissement de percevoir des avantages non monétaires mineurs.

En effet, l'article 24 point 7 (b) in fine de la Directive MIF II prévoit que « *les avantages non monétaires mineurs qui sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client et dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent pas être considérés comme empêchant le respect par l'entreprise d'investissement de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client* », peuvent être perçus dès lors qu'ils sont clairement signalés.

Dans son avis technique, l'ESMA a proposé d'établir une liste exhaustive de ces avantages⁶. En outre, elle rappelle les deux conditions fondamentales à une telle perception, que sont, d'une part, l'obligation de porter les avantages à la connaissance du client avant toute prestation de service et, d'autre part, la justification de ceux-ci par une amélioration du service rendu au client.

3. Portée de l'interdiction

On relèvera tout d'abord que l'interdiction ne s'applique pas aux agents liés ni, en l'état actuel de la réglementation, aux intermédiaires en assurance.

Se pose par ailleurs la question de savoir si une même personne peut fournir à la fois des services sur une base indépendante et sur une base non indépendante.

3.1. L'interdiction ne s'applique pas aux agents liés

L'agent lié, mandataire exclusif du prestataire de services d'investissement, ne fournit pas un conseil sur une base indépendante.

Il peut par conséquent recevoir des « *inducements* », à condition que les règles qui s'appliquent à ces derniers soient respectées :

- Transparence de la rémunération ;
- Amélioration de la qualité du service fourni au client ;
- Prévention des conflits d'intérêts.

⁵ Avis technique de l'ESMA du 19 décembre 2014, page 138

⁶ Avis technique de l'ESMA du 19 décembre 2014, pages 138-139

On notera toutefois que, selon l'AMF, le statut d'agent lié ne peut pas se cumuler avec le statut de CIF, en raison des différences de régime, du périmètre distinct d'activités que chacun des deux statuts permet, et de l'obligation pour le CIF de se comporter avec loyauté et d'agir avec équité au mieux des intérêts de ses clients⁷.

3.1.1. *Transparence de la rémunération*

Il s'agit en l'occurrence d'une obligation précontractuelle d'information.

L'article 24 point 9 de la Directive MIF II prévoit que « *le client doit être clairement informé de l'existence, de la nature et du montant du paiement ou de l'avantage* » versé par un tiers « *ou, lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul d'une manière complète, exacte et compréhensible avant que le service d'investissement ou le service auxiliaire concerné ne soit fourni. Le cas échéant, l'entreprise d'investissement informe également le client sur les mécanismes de transfert au client de la rémunération, de la commission et de l'avantage pécuniaire ou non pécuniaire reçus en liaison avec la prestation de service d'investissement ou du service auxiliaire* ».

3.1.2. *Amélioration de la qualité du service fourni au client*

En ce qui concerne le maintien du régime des « *inducements* », le même article 24 point 9 de la Directive MIF II prévoit que le paiement de rétrocessions ne doit pas nuire au respect de l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts des clients, mais doit surtout permettre l'amélioration de la qualité du service fourni au client.

A cet égard, l'ESMA a dégagé trois critères rendant la perception des avantages illégitime⁸ :

- le fait qu'ils ne sont pas justifiés par la fourniture d'un service complémentaire ou de meilleure qualité pour le client ;
- le fait qu'ils bénéficient directement au PSI sans bénéfices tangibles pour le client ;
- le fait qu'ils soient récurrents mais non justifiés par un bénéfice récurrent pour le client.

3.1.3. *Prévention des conflits d'intérêts*

En application de l'article 23 point 1 de la Directive MIF II, les entreprises d'investissement doivent prendre toutes les mesures nécessaires pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêts « *découlant de la perception d'incitations en provenance de tiers ou de la structure de rémunération et d'autres structures incitatives propres à l'entreprise d'investissement* ».

⁷ Position – recommandation AMF n° 2006-23, « *Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers* » page 4

⁸ Avis technique de l'ESMA du 19 décembre 2014, pages 141-142

3.2. L'interdiction vise-t-elle les intermédiaires en assurance ?

L'intermédiaire en assurance est une personne physique ou morale qui présente, propose ou aide à conclure des contrats d'assurance (notamment des assurances-vie, mais pas exclusivement).

Il est généralement rémunéré par le biais de rétrocessions de la compagnie d'assurance sur la commission de gestion du contrat d'assurance et des droits d'entrée sur le contrat dans la plupart des cas. Dans certains cas, il perçoit aussi un pourcentage sur l'encours des organismes de placement collectif (OPC) investis dans les contrats en unité de compte.

A l'heure actuelle, le projet de Directive sur l'Intermédiation en Assurance II, dite « DIA II », n'a pas encore été définitivement adopté. Néanmoins, il s'inspire largement de la Directive MIFI II.

Dans la dernière version connue du projet, les Etats membres ont la possibilité d'interdire à l'intermédiaire ou à l'entreprise d'assurance de percevoir des « *inducements* ». C'est en ce sens que l'article 91 de la Directive MIF II a ajouté un article 13 quinquies, 3°, à la Directive n°2002/92/CE relative à l'Intermédiation en Assurance qui prévoit que :

« Les Etats membres peuvent interdire aux intermédiaires d'assurance et entreprises d'assurance d'accepter ou de percevoir des frais, des commissions ou d'autres avantages monétaires versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers, en rapport avec la distribution au client de produits d'investissement fondés sur l'assurance ».

Il convient toutefois de faire une distinction entre l'assurance-vie et l'assurance non vie.

3.2.1. Pour les intermédiaires en assurance-vie

Avant la signature du contrat d'assurance-vie, l'intermédiaire en assurance doit informer son client sur la nature de sa rémunération, selon qu'il s'agit d'honoraires ou de commissions⁹.

Pendant l'exécution du contrat, l'intermédiaire en assurance doit informer son client sur le montant des commissions perçues ou, lorsque le montant ne peut être déterminé à l'avance, sur leur mode de calcul.

3.2.2. Pour les intermédiaires en assurance non vie :

S'agissant des intermédiaires en assurance non vie, le projet de Directive sur l'Intermédiaire en Assurance II ne prévoit pas d'obligation d'information, sauf si le client le demande. Il conviendra que ce dernier soit préalablement informé de la possibilité de demander une information sur la rémunération.

⁹ Article 17 de la Proposition de Directive sur l'intermédiation en assurance II

3.3. Une même personne peut-elle fournir à la fois des services sur une base indépendante et sur non base non indépendante ?

La réponse n'est pas la même selon que la personne qui souhaite offrir les deux types de prestations est une personne physique ou une personne morale.

3.3.1. Personne physique

Selon l'avis technique de l'ESMA, une personne physique ne peut en aucun cas offrir à la fois des services sur une base indépendante et sur une base non indépendante¹⁰.

Cela créerait en effet un risque de confusion certain dans l'esprit du client.

3.3.2. Personne morale

En revanche, une personne morale peut, sous certaines conditions, proposer à la fois des services sur une base indépendante et sur une base non indépendante¹¹.

L'entreprise d'investissement doit au préalable informer son client sur la nature indépendante ou non du service fourni, de sorte que celui-ci puisse comprendre les différences entre les deux types de service et les conséquences qui en découlent.

En outre, l'ESMA rappelle qu'il est fortement recommandé de mettre en place une organisation interne garantissant la distinction précise entre les deux types de service.

Enfin, l'entreprise d'investissement ne pourra pas se présenter comme un professionnel indépendant pour l'ensemble de son activité, notamment dans sa communication.

Conclusion

Il est certain que l'interdiction de percevoir une rémunération de la part de tiers qui figure désormais dans la Directive MIF II remet sérieusement en cause le modèle économique sur la base duquel la profession de conseil en gestion de patrimoine a pu se développer au cours des dernières années.

Selon les dernières informations communiquées par la Chambre des indépendants du patrimoine, on compte actuellement 3.000 cabinets de conseil en gestion de patrimoine indépendant, soit 7.000 personnes.

Les encours des clients de ces conseils en gestion de patrimoine représentent environ 100 milliards d'euros pour une collecte annuelle de 10 milliards d'euros.

¹⁰ Avis technique de l'ESMA du 19 décembre 2014, page 146

¹¹ Avis technique de l'ESMA du 19 décembre 2014, page 148

L'entrée en vigueur de l'interdiction les concernera directement et les placera face à l'alternative suivante :

- Soit les CGPI renoncent à percevoir des rémunérations de la part de tiers pour se limiter à la facturation d'honoraires. En réalité, seule une poignée de CGPI peuvent prétendre s'engager dans cette voie ;
- Soit les conseils en gestion de patrimoine indépendants renoncent à fournir des conseils sur une base indépendante. Or, s'ils adoptent le statut d'agent lié, ils devront parallèlement renoncer au statut de CIF.

Pour l'heure, tous les espoirs se concentrent sur les conditions de la future transposition de la directive « DIA II ».

Le 24 novembre 2015, les députés ont adopté le projet de Directive sur l'Intermédiation en Assurance II en laissant la faculté aux Etats membres d'interdire à l'intermédiaire ou à l'entreprise d'assurance d'accepter les « *inducements* ».

Or, les intentions de la France sur le sujet nous sont, à l'heure actuelle, inconnues.

Si cette dernière optait pour l'interdiction de percevoir des frais, commissions ou autres avantages monétaires versés ou fournis par un tiers, les CGPI intermédiaires en assurance ne pourraient plus percevoir de rétrocessions de commissions de gestion de la part des compagnies d'assurance.

Cette épée de Damoclès hypothèque lourdement leur avenir.

Silvestre Tandeau de Marsac,
Avocat au Barreau de Paris
Fischer, Tandeau de Marsac, Sur & Associés