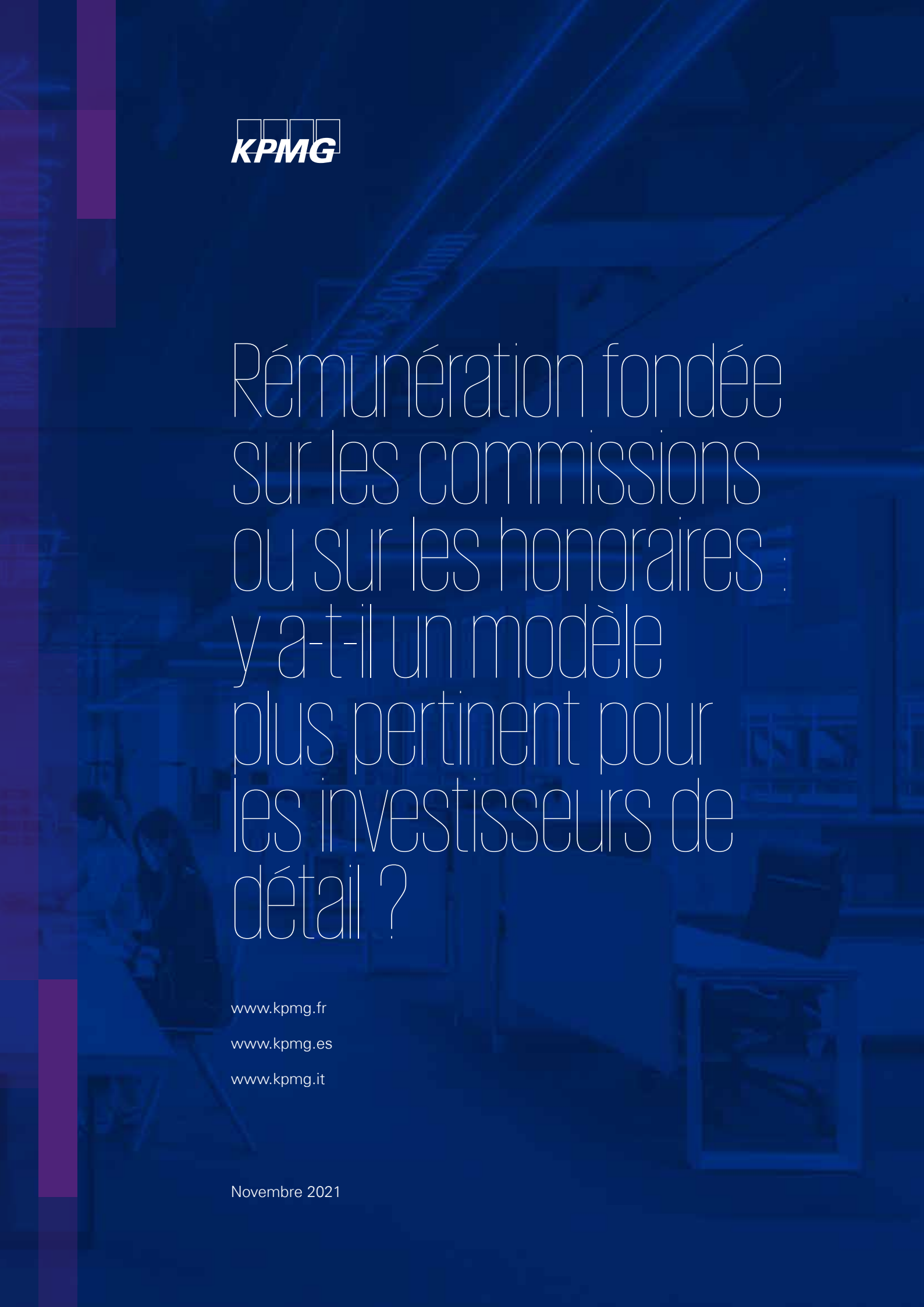


Rémunération fondée sur les commissions ou sur les honoraires : y a-t-il un modèle plus pertinent pour les investisseurs de détail ?

www.kpmg.fr

www.kpmg.es

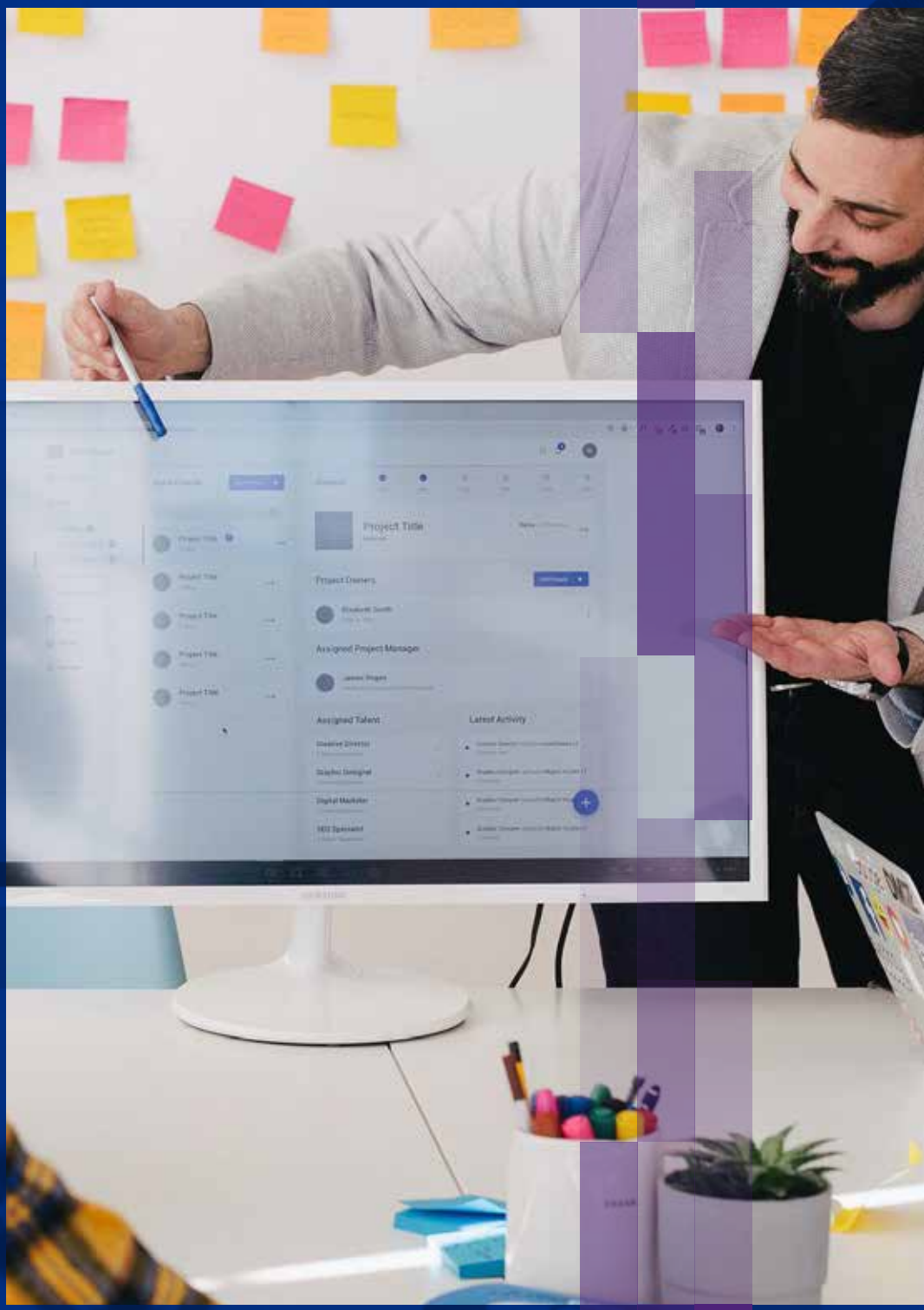
www.kpmg.it

Novembre 2021

Table des matières

1. Synthèse....3
2. Objet de l'Étude....11
3. Périmètre et méthodologie....15
    3.1. Périmètre....16
    3.2. Méthodologie....18
4. Panorama des clients de détail et des canaux de distribution des deux modèles....21
    4.1. Le modèle de rémunération fondé sur les commissions....22
        Caractéristiques des investisseurs de détail....22
        Caractéristiques des canaux de distribution....26
    4.2. Le modèle de rémunération fondé sur les honoraires....30
        Étude de cas : le Royaume-Uni....30
        Étude de cas : les Pays-Bas....32
5. Analyse des coûts.... 35
    5.1. Le modèle de rémunération fondé sur les commissions....36
        Quels conseils ou services les clients obtiennent-ils ?....36
        Coût total de détention des fonds dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions : France, Italie et Espagne....40
        Coût total de détention des produits structurés de détail dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions : France, Italie et Espagne....42
    5.2. Le modèle de rémunération fondé sur les honoraires....44
        Étude de cas : le Royaume-Uni....44
        Étude de cas : les Pays-Bas....48
    5.3. Comparaison des deux modèles de rémunération fondés sur les commissions et sur les honoraire....52
    5.4. Étude de cas : les ETF....55
        Le marché des ETF en Europe....55
        Quel coût total de détention pour un ETF proposant des prestations de conseil en investissement ?....56
6. Amélioration de la qualité....61
    6.1. Définition de l'amélioration de la qualité....62
    6.2. Quels avantages les investisseurs pourraient-ils perdre en cas d'interdiction des commissions dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions ?....63
7. Gestion des conflits d'intérêts....69
    7.1. Un cadre solide qui garantit la protection des investisseurs....70
    7.2. La nécessaire prise en compte des retombées négatives découlant d'une interdiction des commissions....72
8. Constats et conclusions....75
Annexe 1. Aider les épargnants à devenir des investisseurs : que serait-il advenu si j'avais investi mes liquidités ?....82
Annexe 2. Adoption des robots-conseillers, un constat mitigé....83
Annexe 3. Évolution du marché des produits structurés de détail entre 2012 et 2020....85
Annexe 4. Méthodologie de recueil des données....88
Lexique....94
Liste des associations professionnelles....95
Bibliographie....96

1.


Project Title
Project Owners
Assigned Project Manager
Assigned Talent
Latest Activity

Synthèse

La présente Étude vise à fournir une analyse des différents modèles de rémunération proposés aux investisseurs de détail. Elle comprend notamment une approche exhaustive des coûts supportés par les clients ainsi qu'une évaluation des services à valeur ajoutée qui leur sont fournis en vertu du modèle de rémunération fondé sur les commissions.

À combien s'élève le coût total supporté par un investisseur de détail ?

Cette approche des coûts supportés par les investisseurs de détail lorsqu'ils investissent dans des instruments financiers tient non seulement compte du **coût des produits** (frais d'entrée, frais courants et frais de sortie), mais aussi des **coûts des services**, lesquels comprennent principalement : (i) les services de conseil en investissement et (ii) les services d'exécution de la transaction.

Le **Coût total de détention (« CTD »)** représente le total du coût des produits et des coûts des services connexes à l'investissement d'un instrument financier pour un investisseur de détail.

Grâce à cette approche exhaustive, le CTD des investisseurs de détail peut servir de **point de référence pour comparer les coûts** des deux différents modèles utilisés en Europe.

Deux modèles possibles : le modèle de rémunération fondé sur les commissions ou le modèle de rémunération fondé sur les honoraires

La directive MIF I a instauré un ensemble de règles justifiant les commissions payées par le producteur de l'instrument financier au distributeur à la condition que les critères d'information et d'amélioration de la qualité du service fourni au client soient satisfaits. Aux fins de cette Étude, nous désignerons ce modèle comme le « **modèle de rémunération fondé sur les commissions** ».

En 2018, avec l'entrée en vigueur du cadre réglementaire MIF II, un régime plus strict a été instauré, renforçant, entre autres, les exigences relatives à l'amélioration de la qualité de service. En outre, les commissions ont été totalement interdites dans le cadre des prestations de conseil en investissement indépendantes et des services de gestion de portefeuille individualisée.

Deux pays européens, à savoir les Pays-Bas et le Royaume-Uni, ont étendu l'interdiction des commissions à d'autres services d'investissement tels que les conseils en investissement fournis de manière non indépendante, l'exécution d'ordres pour le compte de clients ou la réception et transmission d'ordres (RTO). Les intermédiaires sont tenus de facturer directement à l'investisseur lesdits services via des frais distincts. Dans le cadre de cette Étude, ce modèle sera désigné comme le « **modèle de rémunération fondé sur les honoraires** ».

Bien qu'ils soient généralement présentés comme s'excluant l'un l'autre, ces deux modèles coexistent[1] dans tous les États membres de l'UE, hormis les Pays-Bas. Du fait de cette coexistence, la plupart des citoyens européens (95 % de la population de la zone euro) sont **libres de choisir** des intermédiaires qui fournissent des services via l'un ou l'autre de ces modèles, voire les une combinaison des deux. Les intermédiaires financiers eux-mêmes sont libres de déterminer le ou les modèles qui leur permettront de fournir le meilleur service à leurs clients.

Quel que soit le modèle retenu, les investisseurs doivent avoir été clairement informés avant la fourniture du service du mode de rémunération de l'intermédiaire financier, selon qu'il soit fondé (i) sur les commissions, (ii) sur les honoraires voire (iii) les deux. Par conséquent, **dans les pays où les deux modèles coexistent, les investisseurs disposent de toutes les informations pertinentes et peuvent choisir s'ils souhaitent ou non payer directement le distributeur selon le modèle économique adopté par ce dernier.**

Méthodologie

La présente analyse compare le CTD supporté par l'investisseur final dans le cadre des deux modèles respectivement présentés dans cette Étude en se fondant sur les informations recueillies en **France**, en **Italie** et en **Espagne** (modèle de rémunération fondé sur les commissions), ainsi qu'aux **Pays-Bas** et au **Royaume-Uni** (modèle de rémunération fondé sur les honoraires).

Ces données proviennent de **questionnaires** envoyés aux institutions représentatives du secteur financier des pays participant à cette Étude, d'entretiens, ainsi que d'autres sources publiques du grand public. Sauf indication contraire, toutes les données sont en date du mois de **décembre 2020**.

Cette Étude analyse les fonds que l'on retrouve généralement dans le portefeuille moyen d'un investisseur de détail **(fonds investis en actions, fonds obligataires et fonds mixtes)**, ou les instruments financiers intégrant une structure de coûts spécifique **(produits structurés de détail [PSD] et ETF)**.

Seules les données des investisseurs de détail sont prises en compte. Alors que nous brossons le portrait des investisseurs de détail, il est important de noter que le patrimoine financier médian des Français, des Italiens et des Espagnols est relativement similaire à celui de la zone euro (10 300 EUR), avec respectivement 11 000 EUR pour la France, 7 000 EUR pour l'Italie et 9 000 EUR pour l'Espagne. Aux Pays-Bas, le patrimoine financier médian des investisseurs de détail s'établit à un peu plus du double, à 22 400 EUR. Au Royaume-Uni, ce chiffre atteint les 13 000 EUR.

Comme nous l'expliquerons plus tard, en vertu du modèle de rémunération fondé sur les honoraires, le patrimoine financier que doit détenir un investisseur pour être éligible à des prestations de conseil en investissement s'élève à 500 000 EUR aux Pays-Bas et à 100 000 GBP au Royaume-Uni. Ces seuils sont loin de permettre aux investisseurs de détail français, italiens, espagnols d'accéder à ces prestations dans leurs pays respectifs.

Le CTD annuel a été calculé sur la base d'une **période de détention de cinq ans** des investissements correspondants.

S'agissant du modèle de rémunération fondé sur les commissions, le CTD est présenté sous la forme d'une **moyenne des chiffres françaises, italiennes et espagnoles**, de sorte que nous puissions nous concentrer sur le modèle en lui-même plutôt que sur les coûts individuels par pays. Il n'a pas été possible d'appliquer ce raisonnement au modèle de rémunération fondé sur les honoraires, car les seuils de patrimoine requis pour accéder à des prestations de conseil en investissement diffèrent d'un pays à l'autre.

L'analyse du CTD s'accompagne en outre d'une évaluation des **services proposés aux investisseurs par les distributeurs.** L'analyse est complétée ensuite par une évaluation des **mesures mises en œuvre par les distributeurs pour la bonne gestion des conflits d'intérêts** conformément aux exigences réglementaires de l'Union européenne.

[1] Ou sont combinés au sein d'un modèle hybride ; se référer à la section 4.1 relative au modèle CGP français.

Principales constatations

Lorsque lescommissions sont proscrites, aucune prestation de conseil en investissement n'est fournie aux investisseurs de détail dont le patrimoine financier n'atteint pas la barre des 100 000 EUR, faisant ainsi apparaître des inégalités dans l'accès au conseil et autres services.

L'interdiction des commissions a restreint l'accès de la majeure partie des investisseurs de détail aux prestations de conseil en investissement, ce qui se vérifie aussi bien au Royaume-Uni qu'aux Pays-Bas. Au Royaume-Uni, un client disposant d'un montant à investir de maximum 100 000 GBP (116 442 EUR) ne bénéficie d'aucune prestation de conseil en investissement, ou s'il en reçoit, celles-ci sont limitées. Aux Pays-Bas, les investisseurs de détail grand public n'accèdent pas à ces prestations – ou y accèdent de manière limitée – si leur patrimoine financier est inférieur au seuil de 500 000 EUR d'actifs investis.

On rappelle que les clients de détail de la zone euro disposent en moyenne de 10 300 EUR d'épargne financière.

Contrairement au modèle de rémunération fondé sur les honoraires, **le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet à tous les clients, y compris les moins fortunés, de bénéficier de prestations de conseil en investissement à un coût raisonnable**.

Passée la barre des 100 000 EUR de patrimoine, les deux modèles présentent des niveaux de coûts similaires pour les investisseurs de détail. Le CTD supporté par les investisseurs n'est pas fonction du mode de rémunération de l'intermédiaire (commissions ou honoraires)..

Lorsque l'on compare les deux modèles de rémunération (fondé sur les commissions ou les honoraires), on observe que tous deux offrent **des niveaux de Coûts totaux de détention comparables** pour les investisseurs de détail. En outre, lorsque les montants investis sont faibles, le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet de fournir un service que l'autre modèle ne fournit pas. De surcroît, les réglementations fiscales applicables (p. ex. la TVA) varient selon les modèles, ce qui pourrait entraîner des coûts plus élevés dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les honoraires.

En France, en Italie et en Espagne, le CTD moyen est inférieur aux coûts appliqués au Royaume-Uni pour tous les types de produits et s'avère en réalité très proche de celui des Pays-Bas, **malgré l'écart important observé entre les seuils d'investissement des deux pays.**

	Actifs investis	Pays	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	Produits structurés de détail
CTD annuel moyen pour une période de détention de l'investissement de cinq ans par des investisseurs de détail (données 2020)	**10 000 EUR**	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		PB	Le client ne peut pas bénéficier de ce conseil			
		R.-U.				
	100 000 EUR	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		NL	Le client ne peut pas bénéficier de ce conseil			
		R.-U.	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %
	500 000 EUR	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		NL	1,93 %	1,58 %	1,58 %	0,41 %
		R.-U.	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %

Illustration 1 : CTD annuel moyen pour une période de détention de l'investissement de cinq ans par des investisseurs de détail (données 2020).

L'interdiction des commissions entraîne un risque que les investisseurs de détail ne puissent plus accéder aux prestations et outils que les intermédiaires ont mis en place pour améliorer la qualité de leurs services d'investissement.

L'interdiction de percevoir des commissions sur les services d'investissement priverait non seulement les intermédiaires, et par leur truchement, les investisseurs, du choix entre les deux modèles de coûts tels qu'ils existent aujourd'hui, mais **elle exclurait également une grande partie des investisseurs européens de l'accès aux prestations de conseil en investissement et/ou aux protections supplémentaires accordées par les services à valeur ajoutée qu'ils reçoivent** de la part des distributeurs en vertu des exigences d'amélioration de la qualité de service.

Parmi les améliorations dont bénéficient les investisseurs figurent notamment (i) les évaluations annuelles d'adéquation des investissements aux besoin du client, (ii) les suggestions d'optimisation d'allocation d'actifs selon les profils des clients, (III) l'évaluation de la situation personnelle globale du client (IV) l'accès à des instruments financiers plus personnalisés, (V) des outils d'aide à la décision d'investissement (notamment les outils d'information en ligne et les outils de comparaison), (VI) les solutions multicanales, et même (VII) les programmes et contenus interactifs visant à développer la culture financière.

Dans le cadre de la réglementation décrite plus haut, le modèle de rémunération fondé sur les commissions aboutit à une amélioration de la qualité du service. Par conséquent, si une transition vers le modèle de rémunération fondé sur les honoraires devait être opérée au moyen d'une interdiction des commissions, alors les investisseurs de détail – ou du moins ceux dont l'épargne est limitée – n'auraient plus accès aux services améliorés ou supplémentaires dont ils bénéficient actuellement.

De plus, le nouveau cadre réglementaire européen renforçant la transparence des investissements ESG vis-à-vis des investisseurs de détail entend favoriser les investissements durables ainsi que les décisions d'investissement à moyen et long termes. À cet effet, la fourniture de conseil en investissement aux clients de détail s'avère être un outil clé. Des décisions telles qu'une interdiction totale des commissions pourrait restreindre la fourniture de ces prestations de conseil en investissement et compromettre l'objectif final qui consiste à promouvoir la transparence et les décisions les plus éclairées possible des investisseurs de détail.

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions n'empêche pas l'accès aux produits de tiers.

Les intermédiaires proposent pour la plupart un catalogue étendu et diversifié d'instruments financiers à leurs clients, notamment les produits de tiers, c'est-à-dire de fournisseurs externes à leur établissement.

Dans notre échantillon, la proportion d'intermédiaires qui offrent de manière systématique une gamme de produits incluant **des produits de tiers se situe entre 65 % et 90 %** ; ce qui signifie en pratique qu'il s'agit d'une tendance consolidée et en croissance.

Dans les pays recourant au modèle de rémunération fondé sur les commissions, **l'effort supplémentaire provenant de l'inclusion des produits de tiers dans le catalogue n'entraîne pas une augmentation du CTD.**

Loin de favoriser cette tendance, une interdiction des commissions serait de nature à décourager l'offre de ces produits, puisque l'intermédiaire ne sera plus rémunéré pour ce faire.

Pour prévenir et gérer tout conflit d'intérêts potentiel, les intermédiaires ont également mis en œuvre des systèmes solides qui vont au-delà même des exigences de la réglementation et garantissent la protection des investisseurs.

Les processus de vente ont été optimisés pour s'assurer que l'entreprise d'investissement respecte son obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle dans le meilleur intérêt de ses clients. À cet effet, les intermédiaires identifient et gèrent les conflits d'intérêts potentiels de manière appropriée, garantissent la transparence en communiquant les informations sur les coûts et les commissions au client, établissent des politiques de rémunération claires et renforcent leur cadre de gouvernance interne.

La réglementation européenne ne devrait pas restreindre la liberté des investisseurs de détail d'opérer des choix en fonction de leurs préférences. Une interdiction des commissions ferait évoluer le modèle de rémunération via commissions vers un modèle fondé sur les honoraires, lequel est tourné vers un type d'investisseur différent (patrimoine, culture financière) et n'est pas soumis aux mêmes exigences réglementaires en matière de qualité de services, compromettrait les améliorations réalisées en matière de qualité de service, d'inclusion et d'accessibilité.

L'application d'un modèle unique pour tous fondé sur les honoraires engendrerait des inégalités marquées dans l'accès aux prestations de conseil en investissement et aux services à valeur ajoutée, car des études montrent que les **investisseurs sont peu disposés à payer pour les obtenir.**

Avant d'envisager l'application d'un modèle unique au sein de l'Union européenne, une attention particulière devrait aussi être portée aux **différences entre les patrimoines financiers détenus par les investisseurs de détail en Europe, tant en termes de niveau que de structure.** Ce sont non seulement des niveaux de patrimoine inférieurs qui devraient être pris en considération, mais aussi le poids plus important dans le patrimoine que représentent les liquidités.

Patrimoine financier des ménages (en EUR)

Médianes conditionnelles selon les données de la BCE (pour les pays de l'UE) et de l'Office national des statistiques britannique (Office for national Statistics) (pour le Royaume-Uni)

Illustration 2 : Patrimoine financier des ménages (en EUR).

D'énormes apports de capitaux seront nécessaires pour financer la transition vers l'économie verte et l'économie numérique. L'Union des marchés des capitaux appelle très justement les investisseurs de détail à participer à cette transition et à en tirer parti. La standardisation de l'approche en matière de modèle de rémunération pourrait empêcher certains citoyens d'accéder aux instruments financiers et nuire ainsi à cet objectif.

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions peut contribuer à l'atteinte de cet objectif, car :

- quel que soit le montant du patrimoine financier détenu par les investisseurs de détail, **il leur permet d'accéder aux instruments financiers et aux services d'investissement (y compris les prestations de conseil en investissement), et ce à un coût raisonnable ;**
- **il fournit des services supplémentaires** pour aider les clients à passer du statut d'**épargnant à celui d'investisseur en les prémunissant contre l'inflation** ; **et**
- **il fournit une assistance aux investisseurs de détail quant à leurs décisions d'investissement, tout en favorisant le développement de leur culture financière.**

L'ensemble des effets connexes d'une interdiction des commissions doivent être abordés.

Il est important de souligner que les effets secondaires potentiels d'une interdiction totale des commissions ne résident pas seulement dans les inégalités en matière de conseil et la baisse de qualité de service.

En effet, si les frais payés par les émetteurs/producteurs aux intermédiaires à l'occasion de l'émission d'instruments financiers devaient être considérés comme des commissions lorsque l'agent de placement fournit également des services d'investissement à ses clients de détail ou professionnels sur les mêmes instruments financiers, alors, dans le cas où les commissions devaient être interdites, l'agent de placement, rémunéré par l'émetteur/producteur pour la souscription et/ou le ou les services de placement offert(s), n'aurait plus l'autorisation de vendre des produits financiers à ses clients, à l'exception des contreparties éligibles.

Il en résulte que les investisseurs de détail n'auraient plus accès à ces instruments financiers ou qu'ils devraient les acquérir par le biais d'une autre contrepartie éligible, ce qui entraînerait une augmentation des coûts à supporter.

Cela prouve que chacun des effets connexes potentiels doit être pris en compte avant de proposer quelque changement que ce soit en matière de commissions.

2.

Objet de l'Étude

Les dispositions de la Directive 2014/65/UE (MIF II) ainsi que les textes de niveau 2 entrés en vigueur en janvier 2018 ont établi un ensemble de règles interconnectées dont l'objectif consiste à protéger les clients, particulièrement les investisseurs de détail, lorsqu'ils investissent dans des instruments financiers. Trois années plus tard, la Commission européenne procède à une revue de ces règles de protection des investisseurs dans le cadre du plan d'action pour l'Union des marchés des capitaux. L'action n° 8 de ce plan comprend une évaluation des règles applicables dans le domaine des commissions incluse dans la consultation de la Commission européenne sur la stratégie d'investissement de détail[2]. Cette revue devrait être menée courant 2022. Il s'agit par conséquent d'une excellente opportunité pour comparer les modèles de distribution existants au sein de l'UE (coûts, qualité de service et protection des clients), en particulier en ce qui concerne la gestion des conflits d'intérêts.

Dans ce contexte, un ensemble d'associations du secteur financier a mandaté KPMG pour analyser le coût total de détention (« CTD ») des instruments financiers distribués principalement auprès d'investisseurs de détail selon les deux modèles de rémunération des distributeurs (**modèle de rémunération fondé sur les honoraires** ou **sur les commissions**), présentés à la section 3.

Aux fins de cette analyse, nous avons commencé par une revue du profil des investisseurs de détail et des canaux de distribution. Puis, nous avons fourni une vue d'ensemble des coûts supportés par les investisseurs de détail en prenant en compte non seulement le **coût des produits** (frais d'entrée, frais courants et frais de sortie), mais aussi le **coût des services** attachés lorsqu'un investisseur conclut une transaction (principalement les prestations de conseil en investissement et de l'exécution de la transaction[3]).

Grâce à cette vue d'ensemble, le coût total de détention d'un instrument financier pour un investisseur de détail peut être utilisé comme point de référence pour comparer les coûts des deux modèles.

De plus, le présent rapport vise à fournir une meilleure compréhension du niveau de protection des investisseurs de détail et des services à valeur dont ils peuvent bénéficier en vertu du régime MIF II actuel.

[2] Consultation réalisée entre mai et août 2021. Se référer au site Web de la Commission européenne pour en savoir plus : https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-Retail-Investment-Strategy/public-consultation_fr

[3] L'« exécution de la transaction » désigne les deux services d'investissement suivants : (i) la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers et/ou (ii) l'exécution d'ordres pour le compte de clients.

3

Périmètre et méthodologie

3.1 Périmètre

La moitié des ménages de la zone euro détient un patrimoine financier inférieur à 10 300 EUR

Au mois de septembre 2020, la Commission européenne a adopté un nouveau plan d'action pour l'Union des marchés des capitaux visant à promouvoir la circulation des flux de capitaux au sein de l'UE, de sorte qu'ils profitent aux consommateurs, aux investisseurs et aux entreprises. Néanmoins, les investisseurs de détail participent très peu aux marchés des capitaux par rapport à leurs homologues d'autres économies développées. C'est pourquoi, afin d'accroître l'attractivité des marchés de capitaux aux yeux des investisseurs de détail, le Plan d'action adopté exigeait davantage de transparence, la fourniture d'informations claires et exactes, notamment eu égard à la rémunération des distributeurs ; l'objectif étant de permettre aux épargnants de comprendre les coûts relatifs à un investissement.

La protection des investisseurs, et plus particulièrement celle des clients non professionnels[4] (p. ex. les investisseurs de détail), représente un pilier fondamental des exigences réglementaires de la directive MIF II. Par conséquent, notre Étude se concentre sur le marché des clients de détail.

Nous brosserons un portrait plus détaillé des investisseurs de chaque pays participant à l'Étude, mais dans l'ensemble, il est important de remarquer que les investisseurs de détail en Europe investissent habituellement des montants modestes. En effet, d'après l'enquête menée par la Banque centrale européenne sur le comportement financier des ménages, intitulée *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS)[5], le **patrimoine financier médian par ménage au sein de la zone euro s'élève à 10 300 EUR.**

[4] Tels qu'ils sont définis aux termes de la directive MIF II ensuite transposée dans les différentes législations nationales.

[5] Banque centrale européenne, *The Household Finance and Consumption Survey Wave 2017*, mai 2021.

Pays inclus dans l'Étude

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions est applicable dans l'ensemble des pays d'Europe hormis les Pays-Bas (qui ne représentent que 5 % de la population de la zone euro) et le Royaume-Uni.

Afin de présenter une illustration concrète de ce modèle, trois pays ont été inclus dans l'Étude portant sur le modèle de rémunération fondé sur les commissions : la France, l'Italie et l'Espagne[6]. En effet, ces pays réunissent plus de 52 % de la population de la zone euro et représentent près de 50 % des investissements dans des Fonds[7] à fin 2020 (cf. l'illustration ci-contre).

Périmètre des instruments financiers étudiés

La présente Étude analyse les coûts pour les fonds, qui (i) sont les plus représentatifs du portefeuille d'investissement moyen d'un client de détail selon le rapport annuel statistique de l'ESMA sur les performances et les coûts des produits d'investissement de détail européen datant du mois d'avril 2021 **(« Rapport de l'ESMA 2021 ») : les fonds investis en actions et leurs homologues investis en obligations** ainsi que **les fonds mixtes et les instruments financiers** ou qui (ii) intègrent une structure de coûts spécifique : **les produits structurés de détail (« PSD »)** et **les ETF**.

Le périmètre de cette Étude se limite à la commercialisation d'instruments financiers détenus dans des comptes-titres. Sont par conséquent exclus du périmètre de notre Étude les produits d'investissement détenus dans le cadre de l'assurance-vie ainsi que les fonds de pension, dans la mesure où leur distribution n'est pas régie par la directive MIF II, mais par d'autres directives, dont la directive 2016/97/UE (directive sur la distribution d'assurances), la directive 2003/41/CE (directive européenne concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle).

Population de la zone euro

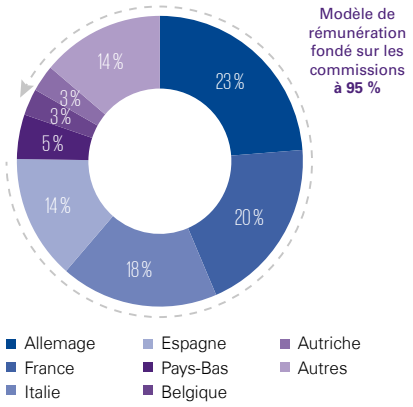


Illustration 3 : Ventilation par pays de la population de la zone euro (en %).

Les structures de coûts des instruments financiers[8] susmentionnés prennent également en compte certaines spécificités des marchés nationaux français, italien et espagnol (veuillez vous référer aux sections consacrées spécifiquement à chacun de ces pays pour en savoir plus sur lesdites spécificités).

Marché des OPCVM (fonds) pour investisseurs de détail en taille d'encours, Mds € – 2019

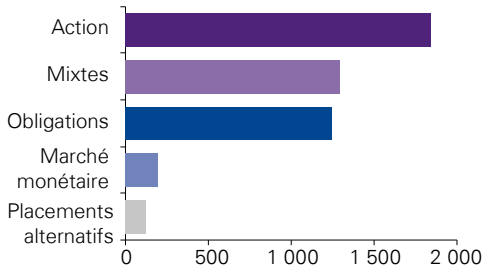


Illustration 4 : Univers des OPCVM de l'UE en termes de valeur des fonds par classe d'actifs, investisseurs de détail 2019, en milliards d'euros.

Sources : Refinitiv Lipper, ESMA.

[6] Un rapport consacré spécifiquement à l'Allemagne est également disponible. *The futur of advice : A compaison of fee-based ans commission-based advice from perspective of retails clients* : https://hub.kpmg.de/the-future-of-advice)

[7] Ces chiffres n'incluent pas les investissements dans des instruments financiers via des produits d'investissement fondés sur l'assurance ou les fonds de pension.

[8] Catégories de produits prises en compte : selon les investissements sous-jacents, les fonds investis en actions, les fonds obligataires ainsi que les fonds mixtes correspondant aux types de fonds les plus représentatifs du portefeuille d'investissement des clients de détail. Nous analysons également deux autres catégories d'instruments financiers intégrant une structure de coûts spécifique : les produits structurés de détail (« PSD ») et les ETF.

3.2 Méthodologie

Deux modèles possibles : le modèle de rémunération fondé sur les commissions ou le modèle de rémunération fondé sur les honoraires

La directive MIF I a instauré un premier ensemble de règles relatives aux commissions payées par le producteur d'un instrument financier à son distributeur[9], sous réserve que les critères d'information et d'amélioration de la qualité du service fourni soient satisfaits. Aux fins de cette Étude, nous désignerons ce modèle comme le « **modèle de rémunération fondé sur les commissions** ».

En 2018, avec l'entrée en vigueur du cadre réglementaire MIF II, un régime plus strict a été instauré, renforçant, entre autres, les exigences relatives à l'amélioration de la qualité de service. En outre, les commissions ont été totalement interdites dans le cadre des prestations de conseil en investissement indépendantes et des services de gestion de portefeuille.

Deux pays européens, à savoir les Pays-Bas et le Royaume-Uni, ont étendu l'interdiction des commissions à d'autres services d'investissement tels que les conseils en investissement fournis de manière non indépendante, l'exécution d'ordres pour le compte de clients, ou la réception et transmission d'ordres (RTO) en lien avec un ou plusieurs instruments financiers. Les intermédiaires sont tenus de facturer directement à l'investisseur lesdits services via des honoraires distincts. Dans le cadre de cette Étude, nous appellerons ce modèle le « **modèle de rémunération fondé sur les honoraires** ».

Veuillez noter que, bien que ces deux modèles soient souvent considérés comme mutuellement exclusifs, ils coexistent actuellement dans la plupart des pays européens hormis les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

CTD : une approche globale permettant de mesurer les coûts supportés par les investisseurs de détail

Il existe de nombreux documents traitant des coûts des instruments financiers pour les investisseurs de détail, mais ces publications mettent souvent l'accent sur les « coûts des produits » afin de déterminer la variation ou le niveau des coûts qu'un client de détail prend à sa charge lorsqu'il investit. C'est notamment le cas de deux publications récentes : l'étude *Morningstar's European Fee Study*[10] et le rapport de l'ESMA sur les performances et les coûts des produits d'investissement de détail au sein de l'Union européenne[11]. Or, cette approche doit être complétée par des informations supplémentaires afin de fournir un aperçu plus exhaustif des coûts encourus par les clients de détail dans le cadre de leurs investissements dans différents instruments financiers. En effet, ces derniers supportent certes le coût du produit, mais ils assument aussi les coûts des services qui leur sont fournis. Le coût des services est représenté par des frais explicites (dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les honoraires) ou par un coût implicite inclus dans le montant payé pour le produit (dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions). Dans ce dernier cas, le coût

[9] Veuillez vous référer au lexique pour la définition.

[10] Morningstar, *European Fee Study*, décembre 2020.

[11] ESMA, *Annual Statistical Report on Performance and Costs of EU Retail Investment Products*, avril 2021.

implicite est payé par le client au distributeur par l'intermédiaire du producteur.

La somme du coût des produits et des coûts liés aux services d'investissement d'un instrument financier pour un investisseur de détail est définie comme le **Coût total de détention**[12] (« CTD »).

En outre, nous tirons également parti des données sur le CTD pour comprendre les coûts supportés par le client lorsqu'il investit dans des ETF, dans la mesure où la gestion passive de ces derniers est souvent perçue comme une alternative moins chère aux placements dans des fonds traditionnels.

Les données rendant compte du CTD dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions détaillées dans les sections suivantes proviennent principalement d'informations recueillies par des associations du secteur auprès de certains de leurs membres. Dans certains cas, nous avons également tiré parti de données existantes et disponibles auprès du grand public, publiées par des sources réputées fiables.

D'autres données proviennent directement d'associations du secteur (spread des ETF) et des publications de la Commission européenne (frais d'exécution des ETF en France, en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas). Les données relatives aux produits structurés de détail (« PSD ») eu égard à leur coût d'acquisition et à leur durée de vie proviennent de RegXchange[13] pour la France, l'Espagne, le Royaume-Uni, les Pays-Bas. Pour l'Italie, ces informations proviennent des membres des associations professionnelles.

S'agissant du Royaume-Uni et des Pays-Bas, les données utilisées relativement aux fonds proviennent de sources d'information différentes fondées sur les éléments suivants :

- les études existantes des associations nationales ainsi que les sites Web publics des distributeurs permettant de déterminer le coût des prestations de conseil en investissement (à l'entrée en relation et dans la durée) et des autres services d'investissement ;
- les données figurant dans les documents réglementaires d'informations synthétiques, appelés DICI, permettant de déterminer les autres coûts inclus dans le CTD (frais d'entrée, frais courants et frais de sortie).

Davantage d'informations sur le processus de collecte des données sont présentées à l'Annexe 4.

Dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions, celles-ci sont admises dès lors qu'elles créent une valeur ajoutée pour le client. Ainsi, au moyen d'entretiens et d'un questionnaire spécifique, nous nous sommes interrogés sur la nature de ces services à valeur ajoutée désormais proposés aux clients.

Enfin, nous avons collecté des données sur la façon dont les distributeurs abordent les exigences réglementaires relatives à la gestion des conflits d'intérêts, ce qui constitue l'un des principaux enjeux abordés par la directive MIF II en 2018 afin d'assurer la protection des clients.

[12] Veuillez noter que nous n'avons pas tenu compte de la possible incidence de la TVA sur les coûts.

[13] RegXchange est une plateforme utilitaire gratuite du secteur financier qui fournit des documents d'information clé (DIC) et des métadonnées. Elle facilite l'échange d'informations relatives à la directive MIF II. https://www.regxchange.com/

4

Panorama des clients de détail et des canaux de distribution des deux modèles

Afin de comparer les deux modèles, nous avons commencé notre analyse en dressant le portrait des investisseurs de détail et en présentant les principales caractéristiques des canaux de distribution des instruments financiers.

4.1 Le modèle de rémunération fondé sur les commissions

Caractéristiques des investisseurs de détail

Patrimoine financier modeste, proche de la médiane de la zone euro

Alors que nous brossons le portrait des investisseurs de détail, il est important de noter que le patrimoine financier médian des Français, des Italiens et des Espagnols est relativement similaire à celui de la zone euro (10 300 EUR), avec respectivement 11 000 EUR pour la France, 7 000 EUR pour l'Italie et 9 000 EUR pour l'Espagne. Aux Pays-Bas, le patrimoine financier médian s'établit à un peu plus du double, à 22 400 EUR. Au Royaume-Uni ce chiffre atteint les 13 000 EUR[14].

Patrimoine financier des ménages (en EUR)

Médianes selon les données de la BCE (pour les pays de l'UE) et de l'Office national des statistiques britannique (Office for national Statistics) (pour le Royaume-Uni)

Illustration 5 : Patrimoine financier des ménages (en EUR).

[14] *Financial wealth: wealth in Great Britain* - Office for National Statistics (ons.gov.uk). 50e centile (médiane) 10 700 GBP. Si nous appliquions le taux de change en vigueur à la fin du mois d'août 2021 (source BCE) de 1 EUR/0,8588 GBP, ce montant équivaudrait à 12 459,24 EUR.

Composition hétérogène du portefeuille des ménages, avec toutefois une préférence marquée pour les dépôts

Dans l'ensemble des trois pays, les dépôts représentent l'une des composantes les plus importantes, si ce n'est la plus importante, du patrimoine financier des ménages, et ce, en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt.

En France, les ménages investissent principalement dans les produits fondés sur l'assurance (39 %) puis dans les investissements en actions (8,1 %) et enfin dans d'autres types d'actifs financiers (8 %), tandis que les fonds (hormis les « manteaux d'assurance » connus sous les termes de « life insurance wrappers ») ne représentent que 4,7 % de leur patrimoine financier.

En Italie, les investissements en obligations se classent sur la deuxième marche du podium des montants investis tandis que les fonds se hissent à la troisième place avec 11,4 % des actifs financiers.

En Espagne, les investissements des ménages sont plus diversifiés. Les produits bancaires les plus représentés sont les dépôts, et s'agissant des instruments financiers, selon les préférences familiales, ce sont les autres types d'actifs financiers (20,2 %), les produits d'assurance vie et de prévoyance retraite (14,6 %), les actions (13,6 %) et les fonds (9,9 %) qui retiennent les faveurs des ménages.

Des taux d'épargne en hausse en raison de la pandémie

Selon Eurostat, le taux d'épargne des ménages européens est resté constant à approximativement 14,5 % au cours des dix dernières années. L'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni enregistrent des performances systématiquement inférieures à la moyenne, tandis que celles de la France et des Pays-Bas sont supérieures.

Tableau : répartition des catégories d'actifs financiers par rapport aux actifs financiers totaux

% des actifs financiers totaux

	Zone euro	ES	FR	IT
Dépôts	43,7	34,4	38,6	52,1
Fonds, total	10,8	9,9	4,7	11,4
Obligations	3,2	0,3	0,7	16,9
Actions cotées en Bourse	8,1	13,6	8,1	4,3
Créances	2,3	7,1	0,8	0,2
Fonds de pension/assurance-vie	23,1	14,6	39,1	7,0
Autres types d'actifs financiers	8,9	20,2	8,0	8,2

Illustration 6 : Tableau : répartition des catégories d'actifs financiers par rapport aux actifs financiers totaux. % des actifs financiers totaux

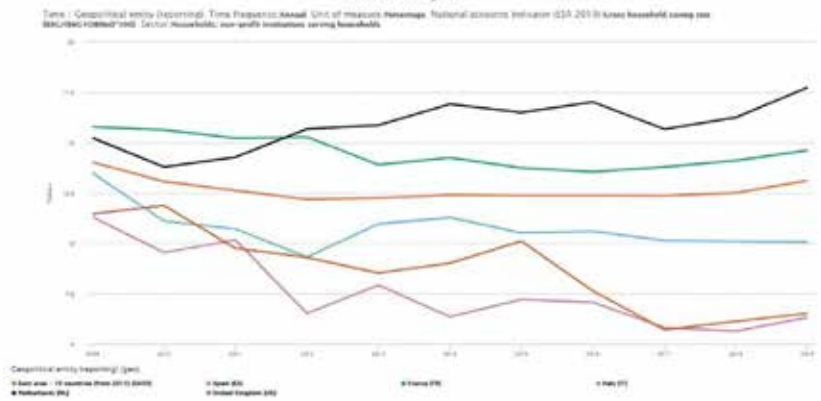


Illustration 7 : Taux d'épargne des ménages.
Source : Eurostat (code des données en ligne : TEC00121).

Sur le plan financier, l'un des effets majeurs de la pandémie actuelle a été l'explosion du taux de l'épargne. En effet, le taux d'épargne moyen des ménages de la zone euro s'est envolé de près de 25 % au cours du deuxième trimestre 2020 (26,77 % en France, 20,91 % en Italie et 24,39 % en Espagne). Bien que ces derniers se soient stabilisés au cours du trimestre suivant, le volume de l'épargne reste au-dessus de la moyenne, une tendance qui devrait se poursuivre.

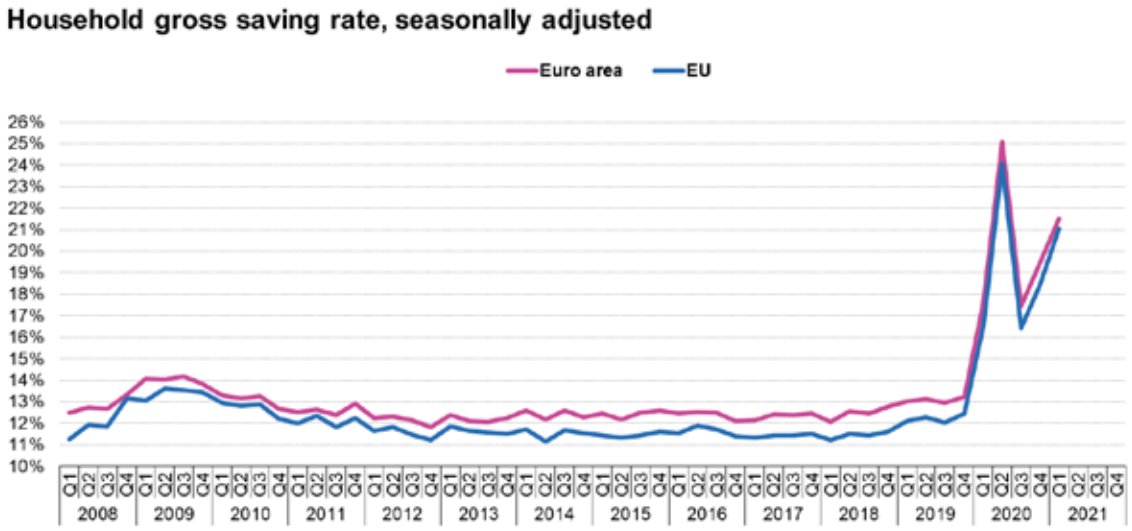


Illustration 8 : Taux d'épargne brute des ménages corrigé des variations saisonnières.
Source : Eurostat

D'après le cinquième numéro du bulletin économique de la BCE de l'année 2020, si le taux d'épargne est supérieur à la normale, ce n'est essentiellement qu'à l'épargne de précaution que cela profite.

Les investisseurs de détail doivent développer leur culture financière

La prédominance des dépôts tient partiellement à la nécessité de pouvoir « disposer des fonds » dans un contexte où l'incertitude règne en raison de la pandémie de coronavirus.

Toutefois si l'on isole l'impact de la pandémie, d'autres facteurs à long terme se font jour.

D'une part, l'aversion au risque dont font preuve bon nombre d'épargnants.

Il se peut d'autre part que les investisseurs de détail n'aient toujours aucune idée des potentiels rendements auxquels ils pourraient prétendre en investissant dans des instruments financiers. Pour illustrer cet état de fait, nous avons joint à la présente étude l'Annexe 1. Celle-ci montre que 10 000 EUR détenus en liquidités pendant une période de 10 ans équivalent à 9 037 EUR après déduction de l'inflation et des frais, tandis que la même somme investie sur une période équivalente dans un OPCVM investi en actions se transforme en la somme de 20 784 EUR.

Cependant, en réalité, ces deux facteurs ont une origine commune : la nécessité de renforcer la culture financière des investisseurs de détail.

Comme l'a écrit la Commission européenne (se référer à « Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action »)[15], « les

compétences financières sont essentielles pour prendre de bonnes décisions en matière de finances personnelles, mais de nombreuses personnes ne les maîtrisent pas encore. [...] Les particuliers qui disposent de ces compétences sont également plus susceptibles de tirer parti des possibilités offertes par les marchés des capitaux, y compris en matière d'investissements durables ».

Différentes enquêtes font ressortir ces mêmes lacunes parmi les investisseurs de détail français[16], italiens[17] et espagnols[18], en particulier les femmes ou les profils se classant dans les centiles des revenus les plus faibles.

Pour faire face à ce défi, la Commission européenne devra évaluer la possibilité d'introduire une nouvelle exigence à l'égard des États membres en matière de promotion des mesures d'éducation financière, notamment en ce qui concerne l'investissement responsable et à long terme (Action n° 7 du nouveau plan d'action de la Commission européenne).

Le vieillissement démographique devient un enjeu majeur

D'après le rapport de la Commission européenne intitulé *The 2021 Ageing Report*[19], les projections démographiques à long terme révèlent que la population européenne se fera de plus en plus « grisonnante » dans les décennies à venir.

Dans plusieurs États membres, parmi lesquels la France, l'Italie et l'Espagne, une baisse des dépenses de retraite est prévue à long terme au regard des dernières réformes des régimes de retraite, portant notamment sur les mesures de réduction du taux de remplacement démographique et le report de l'âge du départ à la retraite.

Les régimes de retraite privés permettraient de compléter les revenus des retraités dans les pays où ils sont proposés. La nécessité de promouvoir de tels régimes est clairement énoncée par la Commission européenne dans le cadre de ses récentes publications (voir « Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action »[20]).

Les spécificités des investisseurs de détail européens et les défis auxquels est confrontée la société européenne nécessitent un engagement en faveur de modèles inclusifs.

Le patrimoine financier des Européens est faible et principalement constitué de liquidités, et ce, malgré la faiblesse inédite des taux d'intérêt et l'augmentation de l'inflation. Par conséquent, les investisseurs de détail voient leur pouvoir d'achat s'effriter et passent à côté de l'opportunité de valoriser leur épargne.

Ce coût d'opportunité est particulièrement préjudiciable dans une perspective de long terme où l'on observe la convergence des besoins en matière d'épargne et d'investissement pour les retraites et de la nécessité de financer des projets visant à permettre aux entreprises d'opérer leur mue vers une économie numérique et verte.

Outre l'amélioration des compétences financières qu'ils leur procurent, les modèles inclusifs encouragent les épargnants à devenir des investisseurs, grâce à des prestations de conseil en investissement et à d'autres outils à valeur ajoutée, lesquels constituent la voie principale de la culture financière.

[15] Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action EUR-Lex - 52020DC0590 - FR - EUR-Lex (europa.eu).
[16] Les Français et les placements responsables - OpinionWay pour AMF, juillet 2021 (www.amf-france.org).
[17] Résultats de l'enquête 2020 de la Banque d'Italie 2020, Banque d'Italie, décembre 2020.
[18] Culture financière, décisions d'épargne et investissement : une analyse de l'étude sur les compétences financières espagnoles (CNMV, mars 2021) https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Encuesta_de_comp_financ_ES.pdf.
[19] *The 2021 Ageing Report.* Projections budgétaires et économiques des États membres de l'UE (2019-2070) (europa.eu), mai 2021.
[20] https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

Caractéristiques des canaux de distribution

Les investisseurs de détail peuvent accéder aux services d'investissement par le biais de différentes entités ou distributeurs. Cette Étude se concentre sur la distribution d'instruments financiers par les banques, ainsi que par l'intermédiaire des conseillers en investissement financier (CGP/CIF français[21]) en France.

Le modèle de la banque de détail repose sur sa proximité avec les clients.

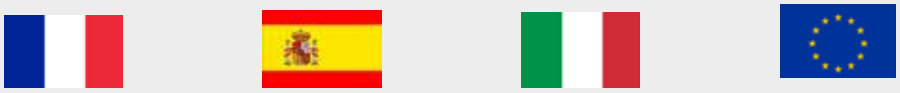
Le modèle actuel des banques françaises, italiennes et espagnoles est celui de la « banque de proximité ». Cela signifie que les banques ont des agences réparties sur l'ensemble du territoire national, ce qui leur permet d'être en contact étroit avec leurs clients.

Le maillage géographique des agences à travers le pays est très important pour éviter l'exclusion financière de certaines régions moins peuplées ou dont la population est plus âgée, à l'instar des zones rurales. La sensibilisation à ces enjeux et la pression sociale exercée pour que les agences restent ouvertes ont amené les banques à développer des alternatives afin de proposer des services d'investissement dans les zones où les succursales ont été fermées. Dans certains pays, ces alternatives comprennent des agences ouvertes à temps partiel, des succursales mobiles (des bus itinérants qui fournissent des services), des gestionnaires numériques, etc. La plupart des banques mettent également à disposition des services d'assistance téléphonique ou via e-mail.

La banque de proximité est plébiscitée comme en témoignent les chiffres ci-dessous :

Nombre d'habitants (adultes) par agence bancaire commerciale

Source : Banque mondiale[22]



3 012	2 196	2 657	**4 433**

Illustration 9 : Nombre d'habitants (adultes) par agence bancaire commerciale.

Selon la Fédération bancaire française (FBF), aux termes de sa publication de juillet 2021[23], le secteur bancaire français était constitué à fin 2020 de 337 banques, déployées à travers 35 837 agences, employant plus de 354 000 collaboratrices et collaborateurs.

D'après la Banque d'Italie, le secteur bancaire italien se compose pour sa part de 474 banques : 59 groupes (lesquels comprennent 303 banques), 90 banques individuelles et 81 succursales de banques étrangères, avec 23 481 agences (unités locales), qui emploient plus de 275 000 collaboratrices et collaborateurs à fin décembre 2020[24]. L'ensemble des canaux permettant d'offrir des services d'investissement ont été considérés comme pertinents dans le cadre de notre Étude pour le marché italien. Ils recouvrent les canaux physiques (face à face), les conversations téléphoniques, les communications numériques (au moyen des solutions de banques en ligne, des applications, des e-mails, etc.) et l'assignation de conseillers liés. Nous pouvons ainsi parler de distribution multicanale.

[21] CGP : conseillers en gestion de patrimoine/CIF : conseillers en investissements financiers.
[22] https://datos.bancomundial.org/indicador/FB.CBK.BRCH.P5?name_desc=false
[23] Fédération bancaire française, Datarama, *Le secteur bancaire français*, juillet 2021.
[24] Banque d'Italie, banques et institutions financières : structure territoriale, mars 2021.

En Italie, les prestations de conseil en investissement sont fournies également en dehors des locaux des entreprises d'investissement (au domicile des clients) par l'intermédiaire d'un conseiller financier dédié (un agent lié selon le cadre MIF II) qui est une personne physique disposant des qualifications nécessaires pour exercer des activités hors site (immatriculées dans un registre public et soumises à supervision). Ces conseillers financiers agissent pour le compte des banques et des entreprises d'investissement sous la supervision de l'État. En décembre 2020, leur nombre s'élevait à 33 339.

En Espagne, les services d'investissement peuvent être fournis par différents types d'entités : établissements de crédit, entreprises d'investissement, une catégorie réunissant les courtiers-négociants, les courtiers, les sociétés de gestion de portefeuille et les entreprises de conseil financier (*Empresas de Asesoramiento Financiero*, en espagnol, « EAF »), ainsi que les sociétés de gestion d'OPCVM et de FIA. Les établissements de crédit sont de loin les principaux fournisseurs de prestations de service d'investissement en Espagne (Rapport annuel 2020 de la CNMV). Selon les données de la BCE, le secteur bancaire s'y compose de 113 banques, réparties en 22 392 succursales ou unités locales employant un total de 175 185 collaboratrices et collaborateurs à la fin de l'année 2020.

Un service spécialisé en face à face :

Comme nous l'avons mentionné précédemment, la « banque de proximité » constitue le pilier sur lequel repose le modèle bancaire actuel sur les marchés financiers de nos trois pays à l'étude.

La banque de proximité permet d'assurer la fourniture de services d'investissement (y compris des conseils en investissement financier) sur la base d'une interaction en personne. Outre les tests visant à tester l'adéquation des investissements, cette proximité permet autant d'échanges que nécessaire de façon à mieux comprendre les attentes et besoins du client. En corrélation avec ce qui précède, les relations de long terme avec les clients ainsi que les données recueillies au cours des années permettent habituellement de mieux connaître les clients, de comprendre leurs besoins et les produits qui leur conviendront le mieux, ce qui permet aux conseillers de formuler des recommandations plus personnalisées. Cette question est d'autant plus importante pour les clients d'un certain âge et ceux dont les connaissances financières sont limitées. En effet, les conseils en investissement sont fournis par un personnel hautement compétent et dont le niveau de connaissance est élevé. Ce niveau est évalué chaque année par les entités qui les emploient afin de s'assurer que le personnel dispose des qualifications requises et que leurs connaissances et compétences sont à jour.

La transition numérique se poursuit

Depuis la crise financière mondiale de 2008, les banques ont déployé des efforts significatifs afin d'améliorer leur efficience, en repensant le modèle existant de la banque de proximité et en adaptant leur processus aux nouvelles technologies faisant leur apparition sur les marchés financiers. La pandémie de coronavirus a en réalité accéléré cette transformation. Néanmoins, la transition numérique ne doit pas être perçue comme exclusive du modèle de la banque de proximité, mais plutôt comme un outil complémentaire que les clients peuvent choisir pour l'exécution de leurs opérations d'investissement.

Par exemple, en Italie, la proportion de clients ayant la possibilité d'accéder à leur compte courant via des canaux numériques s'élevait à 79 %. Des sondages régionaux menés par la Banque d'Italie révèlent qu'environ 80 % des intermédiaires sont convaincus que la propagation de la pandémie a poussé les clients à utiliser davantage les services financiers en ligne.

La quasi-totalité des plus grands intermédiaires et un tiers de ceux de taille plus modeste ont planifié des projets liés à l'innovation technologique, ou les ont déjà lancés, afin de permettre un accès numérique aux services financiers qu'ils proposent.

Les Conseillers en gestion de patrimoine (CGP) en France

En France, les conseillers en investissements financiers (CGP/CIF de droit français[25]) sont des personnes physiques ou morales qui conseillent et assistent d'autres personnes physiques ou morales afin de leur permettre de gérer au mieux leurs actifs compte tenu de leur situation particulière, notamment en ce qui concerne leur situation familiale, leur activité professionnelle, leur budget et leur situation fiscale. La principale mission du CIF consiste à analyser le patrimoine des particuliers et des sociétés, à élaborer et proposer des stratégies, à mettre en œuvre lesdites stratégies et à surveiller les positions détenues (dans le cas des services de conseils à long terme). Il accomplit cette mission en sélectionnant et en fournissant des solutions d'investissement à ses clients.

D'après le rapport de l'AMF publié en novembre 2020 (s'appuyant sur l'activité de l'année précédente), les CIF indépendants, qui représentent 6 % de l'ensemble des CIF, ont renoncé à la perception de commissions et se rémunèrent donc uniquement au moyen d'honoraires que leurs clients leur versent. Les CIF non indépendants se rémunèrent principalement via des commissions (84 % provenant des frais d'entrée et des commissions payés par les producteurs et, subsidiairement, à travers des honoraires versés directement par leurs clients [16 %]).

Étant donné que la plupart des revenus liés aux CIF proviennent de commissions, nous avons axé notre Étude sur le modèle de rémunération fondé sur les commissions.

Le modèle de rémunération hybride des CGP

Au terme d'une évaluation du patrimoine et de la définition d'une stratégie d'investissement – généralement facturées sur la base d'un forfait ou d'un taux horaire – le CGP peut proposer à son client de l'assister dans le choix, parmi la multitude de solutions financières, de celles qui correspondent le mieux à ses objectifs, son profil d'investisseur et son appétence pour le risque. À ce stade, les CGP peuvent choisir de prodiguer leurs conseils en investissements selon deux modèles de rémunération distincts : le modèle de rémunération fondé sur les commissions et celui fondé sur les honoraires. Après avoir été informé de ces deux possibilités, le client est ensuite libre d'opter pour le modèle de rémunération qu'il ou elle préfère.

[25] CGP : conseillers en gestion de patrimoine/CIF : conseiller en investissements financiers

Entités exclues de l'Étude

Dans le contexte de notre Étude, s'agissant du cas de la France, nous n'avons pas inclus les banques et courtiers en ligne[26] qui offrent un accès aux marchés financiers et à des produits financiers non complexes via un service simple d'exécution ainsi que de réception et transmission des ordres (RTO).

Pour le cas de l'Italie, dans la mesure où les banques assurent l'essentiel de l'activité de distribution vis-à-vis des investisseurs de détail, cette Étude n'inclut pas les entreprises d'investissement (« Sim ») et les sociétés de gestion (les « SGR » italiennes) qui ont l'autorisation de fournir des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

Pour l'Italie et l'Espagne, la présence de modèles de distribution alternatifs (p. ex. par l'intermédiaire de consultants indépendants) demeure très limitée, raison pour laquelle ce canal de distribution n'a pas été inclus.

Les caractéristiques du modèle de distribution actuel garantissent à chaque client la proximité et la qualité du service.

Le système bancaire de détail repose sur des banques possédant de nombreuses succursales à travers le territoire, ce qui permet aux investisseurs de détail d'avoir accès à des services d'investissement en face à face assurés par un personnel qualifié doté d'une compréhension et d'une connaissance très fines des besoins des clients.

En ce sens, toute modification ou mesure prise pour modifier le système de distribution devra tenir compte de l'impact en termes d'accessibilité et de proximité offertes aux clients de détail.

[26] Les courtiers en ligne ne représentent pas une part significative de la distribution des instruments financiers assortis de conseil en investissement, car ils ne proposent généralement que des services d'exécution et de RTO.

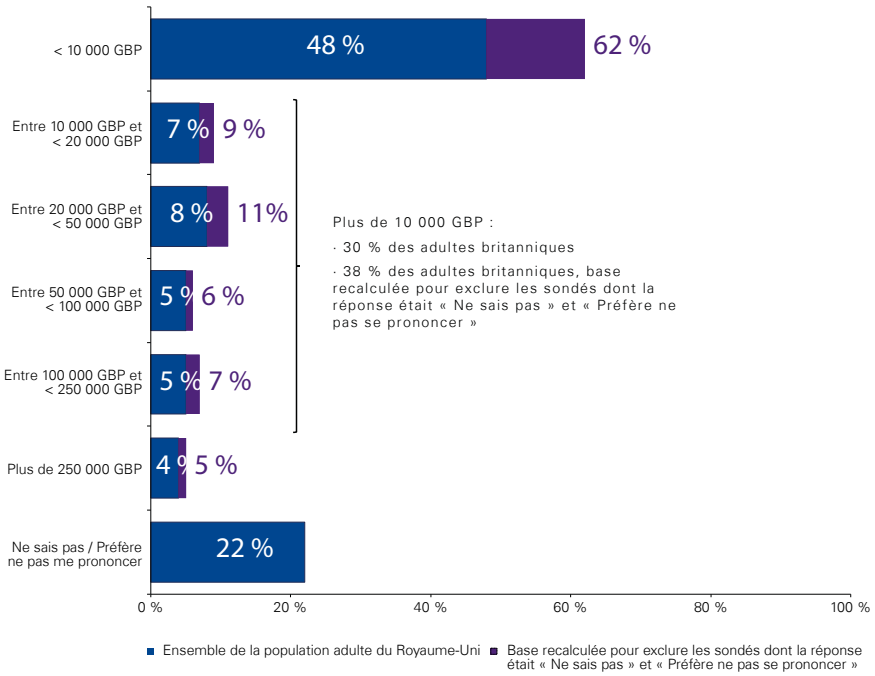
4.2 Modèle de rémunération fondé sur les honoraires

Étude de cas : le Royaume-Uni

Une proportion considérable d'investisseurs de détail britanniques n'a pas accès aux services de conseil en investissement. Parmi eux, 60 % ont moins de 10 000 GBP en épargne financière et seuls 12 % disposent de plus de 100 000 GBP.

Le rapport de 2020 de la Financial Conduct Authority (FCA) calcule la proportion d'adultes selon leur patrimoine financier : au Royaume-Uni, plus de 60 % des adultes (à l'exception de ceux qui se sont abstenus de répondre ou qui ne savent pas) détiennent moins de 10 000 GBP (11 644 €)[27], 25 % disposent de 10 000 GBP à 100 000 GBP (soit 11 664 EUR et 116 442 EUR) et 12 % disposent de plus de 100 000 GBP (soit 116 442 EUR).

Proportion d'adultes disposant de plus de 10 000 GBP d'épargne financière, en 2020



InvestAssets. Synthèse - patrimoine financier disponible
Base : ensemble de la population adulte du Royaume-Uni (2020 : 16 190) ; ensemble de la population adulte du Royaume-Uni (2020 : 16 190), hors sondés dont la réponse était « Ne sais pas » et « Préfère ne pas se prononcer » (22 %)

Illustration 10 : Proportion d'adultes disposant de plus de 10 000 GBP d'épargne financière, 2020.

[27] Parité de change : 1 EUR/0,8588 GBP à fin août 2021 ; source : BCE.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.fr.html

D'après ce même rapport, les **clients qui bénéficient de conseil en investissement détiennent en moyenne 150 000 GBP (174 662 EUR) d'actifs sous conseil**[28].

Il en ressort en outre que seulement 8 % des adultes du Royaume-Uni (4,1 millions) ont bénéficié de conseil en investissement réglementés sur la période de 12 mois écoulée entre janvier 2020 et décembre 2020. Plus le patrimoine des clients est important, plus cette proportion augmente, comme le montrent les chiffres ci-dessous :

- 17 % des adultes du Royaume-Uni dont le patrimoine financier était compris entre 10 000 GBP et 100 000 GBP (entre 11 644 EUR et 116 442 EUR) ont bénéficié de conseils réglementés ;
- 25 % des adultes du Royaume-Uni dont le patrimoine financier était compris entre 100 000 GBP et 250 000 GBP (entre 116 442 EUR et 291 104 EUR) ont bénéficié de conseils réglementés et
- 38 % des adultes du Royaume-Uni dont le patrimoine financier était supérieur à 250 000 GBP (291 104 EUR) ont bénéficié de conseils réglementés.

Sur la base du rapport de la FCA, nous constatons que plus le patrimoine financier est conséquent, plus il devient facile d'obtenir des conseils en investissement. Le tableau ci-dessous illustre cette tendance et détaille la proportion d'adultes au Royaume-Uni selon le type de conseils et les actifs investis.

En dessous de 100 000 GBP, plus de 50 % des adultes britanniques ne reçoivent aucun conseil.

Proportion d'adultes au Royaume-Uni ayant bénéficié de conseils financiers réglementés et/ou d'un accompagnement en lien avec leurs investissements et leur épargne en prévision de la retraite au cours des 12 derniers mois selon le niveau du patrimoine financier susceptible d'être investi, en 2020

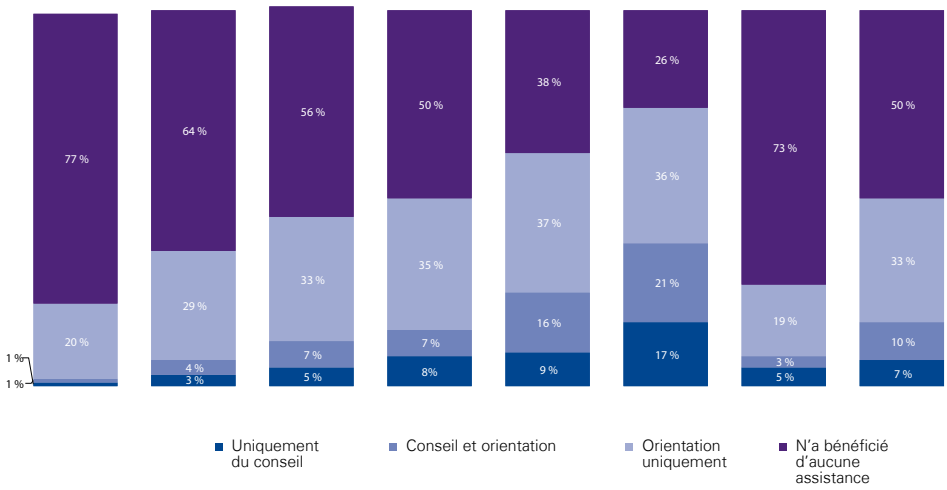


Illustration 11 : Proportion d'adultes au Royaume-Uni ayant bénéficié de conseils financiers réglementés et/ou d'un accompagnement en lien avec leurs investissements et leur épargne en prévision de la retraite au cours des 12 derniers mois selon le niveau du patrimoine financier susceptible d'être investi, en 2020.

[28] Financial Conduct Authority : *Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review*, décembre 2020, page 3.

Accès aux prestations de conseil par l'intermédiaire de conseillers en investissements financiers et de plateformes dédiées aux investisseurs de détail

Selon le rapport *Sector Views 2020* de la FCA, la distribution d'instruments financiers aux investisseurs de détail regroupe différents canaux, notamment les conseillers financiers (« Financial Advisor », FA), les gestionnaires de patrimoine et les plateformes. Les **banques** ne sont pas représentées dans ce rapport, car elles **ne fournissent plus de conseil en investissement depuis que les commissions ont été proscrites** en 2013 (dans le cadre de la *Retail Distribution Review*, la réforme britannique de la distribution de détail).

Cette Étude se concentre sur les Financial Advisor (FA) en tant que canaux de distribution représentatifs du marché de détail en matière d'investissement. Il existe également des conseillers mis à disposition par des plateformes. Nous avons opté pour leur exclusion dans notre Étude du fait de leur caractère non représentatif pour l'heure du marché du conseil en investissements au Royaume-Uni.

Les gestionnaires de patrimoine fournissent des services et des conseils hautement personnalisés à des individus fortunés et sont donc exclus du périmètre de notre Étude également.

Étude de cas : les Pays-Bas

La moitié de la population des Pays-Bas détient un patrimoine financier de 22 400 EUR, ce qui correspond peu ou prou au double de la médiane européenne (10 300 EUR)

D'après un rapport AFM/IPSOS publié en 2020, un quart (24 %) des investisseurs néerlandais détiennent un portefeuille d'une valeur inférieure à 5 000 EUR, tandis que la valeur du portefeuille d'un cinquième d'entre eux (17 %) est de 50 000 EUR ou plus, en ce compris les investisseurs dont la valeur du portefeuille est supérieure à 100 000 EUR (8 %).

Sur la base des données du *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), ces patrimoines financiers se composent de dépôts (39,5 %), de fonds de pension et d'assurance-vie (24,2 %), ainsi que de fonds (19,8 %).

Seules les banques fournissent des conseils en investissement sous réserve d'un montant minimum d'actifs disponible à l'investissement.

Aux Pays-Bas, les banques représentent le canal de distribution principal, avec 65 % de la distribution auprès des investisseurs selon le rapport AFM/IPSOS 2020. Les conseillers financiers indépendants (« CFI ») sont exclus des canaux de distribution des conseils en investissement à destination du marché de détail grand public

Selon le rapport final de la Commission européenne *Distribution Systems of Retail Products* (portant sur les systèmes de distribution des produits de détail) au sein de l'Union européenne, l'univers des conseils en investissement néerlandais diffère grandement de celui des autres États membres. En effet, il y est presque exclusivement proposé des services de gestion de portefeuille et les conseils en investissement ne sont offerts qu'aux clients possédant de gros portefeuilles. Les CIF redirigent désormais les investisseurs de détail à la recherche de conseil en investissement vers les banques et les compagnies d'assurance. **Il semble donc que ces derniers ne bénéficient pas de conseil en investissement via le canal des CFI.**

5.

Analyse des coûts

5.1 Modèle de rémunération fondé sur les commissions

Dans les cas où le modèle de rémunération fondé sur les commissions est appliqué, le distributeur d'un instrument financier perçoit une rémunération de la part du producteur, laquelle correspond généralement à un pourcentage du coût du produit vendu au client final. En contrepartie de ladite rémunération, le distributeur fournit à ses clients des conseils en investissement et/ou d'autres services d'investissement assortis de services supplémentaires. À des fins d'illustration de ce mécanisme, pour chacun des trois pays à l'étude, nous avons examiné les services supplémentaires.

Quelles prestations de conseil ou de services les clients obtiennent-ils ?

Les répondants ont expliqué qu'à l'occasion de la fourniture de conseil en investissement, ils formulent une recommandation personnalisée qui se fonde sur des critères d'adéquation au besoin de l'investisseur, conformément aux exigences de la directive MIF II.

Dans son étude parue en mai 2020, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a procédé à l'analyse des règles mises en œuvre par les banques pour sélectionner des instruments financiers qui correspondent aux profils de leurs clients, dans le cadre de leurs services de conseil en investissement. Celles-ci ont recours à des outils informatisés dont la fonction principale consiste à établir le profil des clients, principalement sur la base de leur tolérance au risque, de leur niveau de connaissances et de leur expérience. Ces outils permettent d'offrir différentes formes de conseil selon l'établissement, lesquelles peuvent comprendre le niveau de risque cible, l'allocation d'actifs et les instruments financiers recommandés.

Ces outils permettent aux conseillers de fournir des conseils en investissement, mais les conseillers en conservent l'entière responsabilité et sont libres de suivre ou non les recommandations formulées par l'outil. Ainsi, les conseillers sont-ils placés au centre de ce mode de distribution.

En France, les conseillers en investissements financiers (« CIF ») proposent aux clients de les assister dans leur choix d'investissements parmi de nombreuses solutions financières. Lorsqu'il fournit des conseils en investissement, le CIF évalue également l'appétence au risque du client afin de déterminer la stratégie de portefeuille et d'investissement la plus adaptée.

Les services de conseil dans la durée incluent la surveillance des positions, une activité qui exige des CIF qu'ils aient une fine connaissance des instruments financiers leur permettant de suivre le maintien du caractère adapté desdits instruments au profil et aux objectifs du client et d'agir dans le meilleur intérêt du client en évitant notamment tout conflit d'intérêts.

Pendant la durée de vie de l'investissement, dans le cadre de leurs obligations de conseil, les CIF fournissent des services à valeur ajoutée comme :

- l'analyse et le commentaire des résultats figurant sur les relevés reçus par le client (analyse de la performance et ventilation des commissions) ;
- une assistance téléphonique pour toute question que le client pourrait avoir quant à ses investissements et leur évolution ;
- des conseils sur l'opportunité de conserver ses fonds investis ou sur les arbitrages à opérer en fonction de l'environnement économique ou les projets du client ;
- des conseils sur l'éventuel changement d'intermédiaires si ceux-ci s'avèrent défaillants ou si les services qu'ils fournissent sont insatisfaisants ;
- en cas de mandat de gestion confié à un intermédiaire, vérification de l'adéquation entre les fonds proposés et le profil de tolérance au risque du client - applicable uniquement aux conseillers financiers.

Concernant l'Italie, en raison de l'approche prudentielle adoptée par l'autorité locale compétente (Consob) depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF I en 2007, le modèle de service qui prévaut sur le marché italien repose sur les conseils en investissement : en réalité, du fait de cette approche prudentielle, la plupart des intermédiaires combinent conseil en investissement et services d'exécution (exécution des ordres ou RTO).

Cela signifie que le contrat passé entre les intermédiaires et les clients de détail stipule que les conseils en investissement couvrent la quasi-totalité des transactions.

Par conséquent, les clients de détail ne sont sourmis aux tests de « caractère approprié » que dans un nombre limité de situations (plus limité que ce que prévoit la directive MIF II) et bénéficient plutôt du test d'adéquation qui s'impose en cas de conseil et qui est plus complet. Ces situations sont identifiées contractuellement selon les spécificités du modèle économique adopté par chaque intermédiaire. C'est notamment le cas du *trading* en ligne.

En Italie, les conseils en investissement sont principalement fournis de manière « non indépendante » et :

- couvrent un large éventail d'instruments financiers, notamment un nombre significatif d'instruments financiers de producteurs/d'émetteurs tiers qui n'entretiennent pas de relation étroite avec le distributeur (principe d'« architecture ouverte ») ;
- incluent non seulement des instruments financiers, mais aussi des Produits d'investissement fondés sur l'assurance (« PIFA ») ;
- sont généralement fournis dans le cadre d'une approche de portefeuille, ce qui signifie que l'évaluation de l'adéquation des investissements repose sur la prise en compte du patrimoine financier de l'investisseur dans son ensemble ;
- intègrent au moins annuellement une évaluation de l'adéquation des instruments financiers dans lesquels le client a investi (y compris dans les PIFA) par rapport à son profil d'investissement.

La fourniture combinée des conseils en investissement et des services d'exécution est principalement assurée sans que des honoraires spécifiques ne soient facturés relativement aux conseils en investissement, ce qui est cohérent avec le comportement des investisseurs italiens qui ne souhaitent pas payer de frais explicites pour cette prestation. En effet, d'après l'étude menée par la Consob[29], seuls 32 % des clients sont disposés à payer pour obtenir des conseils en investissement.

En Espagne, avant l'entrée en vigueur de la directive MIF II, la majorité des investisseurs de détail n'étaient pas des investisseurs bénéficiant de conseils. Ils opéraient principalement par le biais de services de réception et de transmission d'ordres et le catalogue d'instruments financiers se limitait souvent aux produits fabriqués par le distributeur lui-même.

Les conseils en investissements fournis en Espagne présentent les caractéristiques suivantes :

- absence de montant minimum d'investissement pour accéder aux prestations de conseil en investissement ;
- transition opérée par les clients de détail vers les prestations de conseil non indépendant grâce à l'absence d'un seuil minimum d'investissement. L'application des règles MIF II en Espagne a poussé les distributeurs à rehausser leurs services en incorporant du conseil non indépendant. La proportion de clients ayant bénéficié de prestation de conseil a augmenté de 136 %, passant de 1,1 million en 2017 à 2,6 millions en 2020 ;
- accès à une architecture ouverte non seulement dans l'offre en catalogue (dans au moins un canal de distribution), mais se reflétant aussi dans les investissements effectifs dans des produits de tiers. Les données recueillies révèlent un catalogue de produits composé à plus de 90 % de produits de tiers distribués par l'intermédiaire d'un canal de distribution au moins. Elles montrent également que près de 25 % des fonds distribués sont des produits de tiers ;
- accès à des services de qualité. Dans le sillage des conclusions tirées en France et en Italie, l'expansion des conseils en investissement a étendu la mise en œuvre de services à valeur ajoutée allant au-delà des exigences réglementaires. De plus, les investisseurs de détail ayant choisi de se limiter exclusivement à des services de RTO ou d'exécution se voient fournir des services à valeur ajoutée consistant en un accès à des produits de tiers ainsi qu'à des outils supplémentaires leur permettant de prendre des décisions d'investissement plus avisée.
- aide personnalisée fournie par les conseillers aux clients de détail. Les conseillers dont les compétences ont été dûment certifiées, ainsi que l'amélioration de la transparence, permettent une meilleure information qui contribue à l'éducation financière des clients de détail. Les clients bénéficiant de services de RTO reçoivent des rapports et se voient proposer des outils conçus pour approfondir leurs connaissances des instruments financiers et leur permettre de mieux comparer ces derniers.

Pour résumer, en France, en Italie et en Espagne, les investisseurs ne sont tenus à aucun seuil de patrimoine financier minimum disponible pour pouvoir bénéficier de conseil en investissement.

D'après les données recueillies auprès des distributeurs de ces pays, les clients peuvent bénéficier de conseil en investissement non indépendants même s'ils n'ont aucun patrimoine comprenant des conseils personnalisés en face à face et l'accès à une large gamme d'instruments financiers en ce compris les produits de tiers.

Cela joue un rôle important dans le processus d'éducation financière des clients, dès lors que cela confère aux investisseurs de détail un accès libre et aisé aux prestations de conseil en investissement, par le moyen d'une relation personnalisée avec un conseiller humain.

En outre, les clients disposant d'un patrimoine financier élevé peuvent choisir de bénéficier soit de conseil en investissement non indépendants (dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions), soit de conseil en investissement indépendant, selon leurs préférences, auquel cas ils s'acquittent d'honoraires (bien que ce modèle ne soit pas significatif dans nos trois pays à l'étude).

Ainsi, depuis MIF II, les entreprises ont nettement augmenté le niveau de qualité et de sophistication des offres de service de conseil aux clients de détail, sans jamais exiger de montant minimum d'épargne.

Le caractère élaboré de ces dispositifs se matérialise notamment par des mesures que nous détaillerons davantage dans la suite de notre Étude :

- une combinaison des types de prestations listées dans MIF II au titre de l'amélioration de la qualité de servcie. Par exemple, la combinaison de l'accès à des produits de tiers et la surveillance continue de l'adéquation des instruments financiers recommandés.

- des services à valeur ajoutée supplémentaires n'ayant pas été envisagés directement par la réglementation. Par exemple, des outils numériques permettant au client d'interagir avec l'entreprise d'investissement ou de recevoir des informations complémentaires sur les instruments financiers, des types de conseils complémentaires en lien avec le portefeuille du client (comme des conseils fiscaux ou d'allocation d'actifs) ;

- mise en place d'une architecture ouverte augmentant la proportion de produits de tiers proposés aux investisseurs de détail (principalement en Espagne et en Italie) ;

- la fourniture d'une évaluation de l'adéquation du portefeuille qui comprend les produits d'assurance-vie dans certains pays ;

- la fourniture de conseil en investissement en dehors des locaux des entreprises d'investissement (au domicile des clients) par l'intermédiaire d'un conseiller financier dédié physique disposant des qualifications nécessaires pour exercer des activités hors site (immatriculées dans un registre public et soumises à supervision) ;

- l'amélioration des connaissances et une plus grande sensibilisation des clients à l'investissement se fondant sur un plus haut degré de spécialisation des professionnels du secteur bancaire et des conseillers financiers, au moyen de programmes de formation plus ambitieux que ce que prévoit la directive MIF II.

Coût total de détention des fonds dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions : France, Italie et Espagne

Le coût des fonds s'inscrit diminue en Europe depuis quelques années. Cela a été démontré par un certain nombre d'études réalisées par des acteurs du secteur[30] ainsi que par d'autres sources officielles[31].

Même si cette tendance devrait se poursuivre à l'avenir, le tableau ci-dessous vise à présenter un aperçu des coûts moyens et des coûts totaux de trois types de fonds (fonds investis en actions, fonds obligataires et fonds mixtes), d'après les données collectées en France, en Italie et en Espagne[32].

Taux moyens pour la France, l'Italie et l'Espagne	Fonds actions	Fonds obligataires	Fonds mixtes
	%	%	%
A –Frais d'entrée	**0,69 %**	**0,41 %**	**0,61 %**
Dont commissions perçues par les distributeurs = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	0,69 %	0,40 %	0,61 %
B – Frais courants	**1,90 %**	**1,07 %**	**1,53 %**
Dont commissions perçues par les distributeurs = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	0,93 %	0,53 %	0,77 %
C –Frais de sortie	**0,00 %**	**0,02 %**	**0,00 %**
Dont commissions perçues par les distributeurs = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	0,00 %	0,00 %	0,00 %
D – Frais d'exécution	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Coût total de détention [A + B + D] – 1re année	**2,60 %**	**1,48 %**	**2,14 %**
Coût total de détention [B] – Années suivantes	**1,90 %**	**1,07 %**	**1,53 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**2,04 %**	**1,15 %**	**1,65 %**
Dont coût des services	**1,07 %**	**0,61 %**	**0,90 %**
Dont coût de l'instrument financier	**0,97 %**	**0,55 %**	**0,75 %**

Illustration 12 : Coût total de détention des fonds dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions : France, Italie et Espagne.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.

[30] Le coût des OPCVM s'inscrit dans une baisse constante en Europe depuis quelques années. Le coût des fonds obligataires et des fonds investis en actions gérés activement a diminué de 18 % et 11 % respectivement entre 2016 et 2020. (Fact Book 2021 de l'EFAMA)
[31] Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
[32] Dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions, il n'est pas inhabituel de proposer des classes d'actifs moins onéreuses dès lors que les montants investis sont élevés. Par conséquent, le CTD diminue à mesure que le montant investi augmente. Dans un souci de simplification, nous sommes partis sur une base moyenne sans faire de distinction à cet égard. Ainsi, lorsque l'on compare le CTD des pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions à celui des pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les honoraires dans lesquels le montant investi est très élevé, il convient de garder à l'esprit que ces clients auraient eu la possibilité d'investir dans des classes d'actifs moins onéreuses dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions, donnant ce faisant lieu à un CTD inférieur à celui décrit dans notre Étude.

Pour les fonds actions, le Coût total de détention s'élève à 2,60 % la première année, dont 0,69 % est consacré aux frais d'entrée et 1,90 % aux frais courants.

Au cours des années suivantes, le Coût total de détention de 1,90 % correspond uniquement aux frais courants (y compris les commissions versées au distributeur).

Pour les fonds actions, les résultats calculés pour une période de détention de l'investissement de 5 ans présentent un Coût total de détention annuel de 2,04 %, dont 1,07 % est consacré aux coûts des services et 0,97 % aux coûts des instruments financiers.

Une perception intégrale des frais d'entrée facturés aux investisseurs de détail est opérée en faveur du distributeur. Le taux de rétrocession au distributeur sur les frais courants aboutit à une moyenne de 49 %. Aucun droit de sortie n'est appliqué dans le cadre des fonds actions.

Pour les fonds obligataires, le Coût total de détention s'élève à 1,48 % la première année, dont 0,41 % est consacré aux frais d'entrée et 1,07 % aux frais courants.

Au cours des années suivantes, le Coût total de détention de 1,07 % correspond uniquement aux frais courants (y compris les commissions versées au distributeur).

Pour les fonds obligataires, les résultats calculés pour une période de détention de l'investissement de 5 ans présentent un Coût total de détention annuel de 1,15 %, dont 0,61 % est consacré aux coûts des services et 0,55 % aux coûts des instruments financiers.

Les frais d'entrée facturés aux investisseurs de détail sont presque intégralement rétrocédés au distributeur. Le taux de rétrocession au distributeur sur les frais courants aboutit à une moyenne de 49 %. Les frais de sortie ne sont pas significatifs.

Pour les fonds mixtes, le Coût total de détention s'élève à 2,14 % la première année, dont 0,61 % est consacré aux frais d'entrée et 1,53 % aux frais courants.

Au cours des années suivantes, le Coût total de détention de 1,53 % correspond uniquement aux frais courants, qui comprennent les commissions versées au distributeur.

Pour les fonds mixtes, les résultats calculés pour une période de détention de l'investissement de 5 ans présentent un Coût total de détention annuel de 1,65 %, dont 0,90 % est consacré aux coûts des services et 0,75 % aux coûts des instruments financiers.

Une rétrocession intégrale des frais d'entrée facturés aux investisseurs de détail est opérée en faveur du distributeur. Le taux de rétrocession au distributeur sur les frais courants aboutit à une moyenne de 51 %. Aucun coût de sortie n'est appliqué dans le cadre des fonds mixtes.

Coût total de détention des produits structurés de détail dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions : France, Italie et Espagne

Les produits structurés de détail (« PSD ») sont des instruments financiers dont la performance est fonction de celle d'un instrument financier sous-jacent, habituellement des actions, indices, taux, matières premières, taux de change ou d'autres classes d'actifs.

Les PSD sont par essence des outils de diversification de portefeuille, dans la mesure où ils fournissent des formes de protection en cas de baisse (par exemple une protection intégrale du capital investi ou d'autres formes de protection conditionnelle).

Ils sont émis sur les marchés européens depuis les années 1990. En 2020, les PSD achetés dans les 5 pays de notre Étude représentaient 32 milliards d'euros, ventilés comme suit :

Montant en milliards d'euros	France	Italie	Espagne	R.-U.	Pays-Bas	Total
2020	12,9	13,6	4,3	1,1	0,1	32,0

Illustration 13 : Montant de PSD acquis par les investisseurs de détail en 2020 (en milliards d'euros).

Au sein de l'Union européenne, le volume total des PSD acquis par des investisseurs de détail est estimé entre 80 et 90 milliards d'euros en 2020.

Le coût d'un PSD de détail se compose de frais d'entrée ponctuels bruts que la directive MIF II définit de manière prescriptive comme la différence entre le prix définitif de l'offre et sa juste valeur. Ces frais d'entrée sont acquittés comme des frais initiaux par l'investisseur, dès la souscription, et aucun frais courants n'est généralement imputé par la suite pendant la durée de vie du PSD, et ce jusqu'à son échéance.

Il convient de noter que notre Étude est axée sur les produits structurés de détail prenant la forme d'obligations structurées et non de fonds. Leur principale caractéristique réside dans la facturation de frais initiaux lors de l'émission de l'obligation, ainsi que dans le caractère très limité voire nul des frais courants. Il s'agit principalement de produits « *autocall* » (qui se remboursent automatiquement par anticipation).

Le tableau ci-dessous présente les coûts moyens sur la base des données collectées dans nos trois pays à l'étude : France, Italie et Espagne.

Taux moyens pour la France, l'Italie et l'Espagne	PSD
	%
A – Coût du conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraires	n.d.
B – Coûts d'acquisition = coûts ponctuels bruts (cours vendeur - juste valeur)	2,91 %
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	1,79 %
C – Coût total de détention [A + B]	**2,91 %**
D – Durée de vie moyenne des produits structurés en nombre d'années*	6,1
Coût total de détention annuel [C/D]	**0,47 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**0,58 %**
Dont le coût des services	**0,36 %**
Dont le coût de l'instrument financier	**0,22 %**

Illustration 14 : Coût total de détention des produits structurés de détail dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions :
France, Italie et Espagne.

Pour les PSD, le Coût total de détention lors de la première année d'investissement s'élève à 2,91 %. Dans l'hypothèse d'une période de détention de 6,1 ans, le coût annuel s'élèverait à 0,47 %.

S'agissant des PSD, les résultats calculés pour une période de détention de l'investissement de 5 ans présentent un Coût total de détention annuel de 0,58 %, dont 0,36 % est consacré aux coûts des services et 0,22 % aux coûts des instruments financiers.

Le taux de rétrocession au distributeur sur les coûts d'acquisition aboutit à une moyenne de 61 %.

5.2 Modèle de rémunération fondé sur les honoraires

Le modèle de rémunération fondé sur les honoraires est un mode de rémunération aux termes duquel l'investisseur de détail paie des honoraires directement au distributeur en échange de la fourniture de conseil en investissement et/ou d'autres services d'investissement.

Étude de cas : le Royaume-Uni

Quelles prestations de conseil ou services les clients obtiennent-ils ?

Les conseils en investissement ont un certain prix

Ce que nous comprenons du rapport de la FCA intitulé *FCA Evaluation of the Impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review* (paru en décembre 2020) est que les conseillers facturent généralement des honoraires sur la base d'un pourcentage de la valeur du patrimoine conseillé. Les **recherches menées par la FCA montrent que les frais moyens s'élèvent à 2,4 % du patrimoine conseillé pour la première prestation de conseil et à 0,8 % par an pour un conseil dans la durée.** Ces honoraires ne tiennent pas compte des coûts des instruments financiers recommandés et des frais de portefeuille, comme les frais de garde et d'exécution.

De quelles prestations de conseil ou services bénéficiez-vous ?

Dans le cadre de notre Étude, grâce à des entretiens menés avec The Investment Association (« IA », l'association britannique représentant les gestionnaires d'investissement), nous avons constaté que le niveau de conseil en investissement reçu par les clients du Royaume-Uni est fonction du montant de leur patrimoine disponible :

- les clients de détail dont le patrimoine financier disponible s'élève au moins à 100 000 GBP (116 442 EUR) bénéficient d'un **haut niveau de conseil**, dont des conseils en investissement en face à face incluant une évaluation détaillée des risques, des questionnaires approfondis quant au caractère adéquat de l'investissement, une planification des flux de trésorerie et de la fiscalité, ainsi qu'une proposition d'investissement centralisée qui consiste généralement en un portefeuille modèle de fonds proposé avec conseil ou dont la gestion est externalisée à un gestionnaire de fonds assurant une gestion discrétionnaire. Ces clients sont typiquement âgés de 55 ans ou plus et ont des besoins complexes en matière de revenus pour la retraite et de fiscalité ;
- Les conseillers déploient une offre moins aboutie aux clients de détail dont le patrimoine financier disponible est compris entre 50 000 GBP (58 221 EUR) et 100 000 GBP (116 442 EUR). Les conseillers ne modifient pas leur structure de frais. Toutefois, ils peuvent proposer des services différents comme un service à l'opération plutôt que des services permanents. Certains conseillers opéreront selon un modèle de rémunération forfaitaire, qui pourrait également s'avérer plus intéressant pour les clients dont les besoins sont moins complexes. Ils pourraient également être davantage enclins à proposer des fonds diversifiés, ou des fonds de fonds plutôt qu'un portefeuille modèle d'allocation de fonds, ce qui permettrait au client de payer moins cher au titre du service de gestion de l'investissement. Les conseillers sont moins susceptibles de prendre en charge des clients possédant moins de 100 000 GBP, car les frais ont une incidence plus significative sur leurs actifs sous conseil, ce qui les rend moins pertinents en termes de coûts pour les clients. D'autres conseillers ne prendront en charge des clients fortunés que s'ils ont un lien de filiation direct avec des clients existants ;
- les clients de détail dont le patrimoine financier disponible est inférieur à 50 000 GBP (58 221 EUR) ne bénéficient **d'aucun conseil en investissement, ou s'ils en reçoivent, ces derniers sont limités**. De tels clients se voient alors conseillés par des robots-conseillers, par des conseillers au profil très généraliste, ou choisissent d'exécuter eux-mêmes les ordres au moyen de plateformes d'investissement direct, sans avoir bénéficié de conseils (p. ex. des clients « do it yourself »/non conseillés). Les services fournis incluent des listes de fonds sélectionnés, des offres de fonds multi-actifs et des portefeuilles standards d'ETF arrangés par les robots-conseillers. Il convient de noter d'une part que certains « investisseurs autonomes » sont fortunés, mais qu'ils préfèrent gérer eux-mêmes leurs portefeuilles plutôt que de se faire conseiller, et d'autre part que les investisseurs bénéficiant de conseils peuvent également gérer certains de leurs investissements par eux-mêmes.

Autrement dit, les clients de détail du Royaume-Uni dont le patrimoine financier est inférieur à 100 000 GBP sont moins susceptibles de bénéficier de conseil en investissement en tant que tels.

Coût total de détention des fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais au Royaume-Uni.

Ci-dessous est présentée une évaluation du CTD qui s'appuie sur les données de 2019 du rapport de la FCA datant du mois d'octobre 2020 intitulé *Evaluation of the Impact of the RDR and FAMR* sur le coût des prestations de conseil.

Au Royaume-Uni, en %	Fonds investis en actions	Fonds obligataires	Fonds mixtes
	%	%	%
A – Coût de conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraires	**2,40 %**	**2,40 %**	**2,40 %**
A' – Coût annuel du conseil dans la durée dans le modèle avec honoraires	**0,80 %**	**0,80 %**	**0,80 %**
B – Frais d'entrée	**1,64 %**	**0,50 %**	**0,44 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
C – Frais courants	**0,90 %**	**0,85 %**	**0,71 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
D – Frais de sortie	**0,00 %**	**0,00 %**	**0,00 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
E – Frais d'exécution	**0,00 %**	**0,00 %**	**0,00 %**
Coût total de détention [A + B + C + E] – 1re année	**5,74 %**	**4,55 %**	**4,35 %**
Coût total de détention [A' + C] – Années suivantes	**1,70 %**	**1,65 %**	**1,51 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**2,51 %**	**2,23 %**	**2,08 %**
Dont le coût des services	**1,28 %**	**1,28 %**	**1,28 %**
Dont le coût de l'instrument financier	**1,23 %**	**0,95 %**	**0,80 %**

Illustration 15 : Coût total de détention des fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les honoraires au Royaume-Uni.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.

Dans la mesure où les données de la FCA se rapportent à des travaux sur le terrain menés en 2019, nous avons confronté leurs chiffres avec ceux d'autres sources, comme le rapport 2020 du Langcat (cabinet de conseil britannique), des sites Internet consacrés à l'information financière et des associations nationales du secteur financier. Nous avons constaté que les honoraires initiaux appliqués aux prestations de conseils semblent osciller entre moins de 2 % et plus de 3 % ; pouvant être ramené en moyenne à 2 %. Pour les honoraires annuels d'un conseil dans la durée, nous avons observé une moyenne avoisinant les 0,80 %[33].

D'après les données recueillies dans les documents d'information suthétiques des fonds (DICI)[34], la plupart des fonds du Royaume-Uni ne facturent pas de frais d'entrée. Seuls certains fonds appliquent des frais d'entrée, moyennant un taux compris entre 4 ou 5 %. Nos calculs montrent que les frais d'entrée sont compris entre 0,44 % pour les fonds mixtes et 1,64 % pour les fonds investis en actions, en passant par 0,5 % pour les fonds obligataires.

En outre, les fonds britanniques ne facturent que très rarement des frais de sortie.

La moyenne des frais courants des fonds mixtes de 0,71 %, intègre deux fonds indiciels proposant un taux de 0,22 % en s'appuyant sur un modèle de gestion passive.

Coût total de détention des produits structurés de détail (« PSD ») dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas du Royaume-Uni

Taux moyens au Royaume-Uni	PSD
	%
A – Coût du conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraires	**2,40 %**
A' – Coût annuel du conseil dans la durée dans le modèle avec honoraires	**0,00 %**
B – Coûts d'acquisition = coûts ponctuels bruts (cours vendeur - juste valeur)	**2,82 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.
C – Coût total de détention [A + B]	**5,22 %**
D – Durée de vie moyenne des produits structurés en nombre d'années*	**7,41**
Coût total de détention annuel [C/D]	**0,70 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**1,04 %**
Dont le coût des services	**0,48 %**
Dont le coût du produit	**0,56 %**

Illustration 16 : Coût total de détention des produits structurés de détail (« PSD ») dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas du Royaume-Uni.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.
(*) L'échéance s'entend de l'échéance initiale à l'émission des PSD.

D'après le rapport de la FCA, au Royaume-Uni, le Coût total de détention des PSD émis en 2020 s'établissait en moyenne à 5,22 %, avec une échéance moyenne de 7,41 ans. Toujours au Royaume-Uni en 2020, les frais d'entrée ont augmenté par rapport à l'année précédente en raison d'une hausse des coûts provoquée par les effets de la pandémie de Covid-19.

[33] Cf. l'exemple des sources externes supplémentaires dans notre bibliographie.
[34] Davantage de détails sont disponibles dans les Annexes

Étude de cas : les Pays-Bas

Quelles prestations de conseil ou services les clients obtiennent-ils ?

D'après les études[35] menées par la DUFAS sur les conseils en investissement dans le secteur bancaire privé, de nos jours, les seuils de patrimoine minimaux nécessaires pour accéder à ces prestations s'élèvent dans les faits à 500 000 EUR en moyenne, ce qui exclut de fait les clients de détail du grand public. En effet, la plupart des grandes banques néerlandaises proposent des services de conseil en investissement exclusivement à leurs clients de banque privée à partir de 500 000 EUR de patrimoine financier et n'offrent plus ces prestations au marché de détail. En dessous de ces seuils, il est quasiment impossible d'accéder aux prestations de conseil en investissement.

Mais on observe l'émergence d'une nouvelle offre destinée aux clients de détail qui se limite à la vente de produits d'investissement sans prestation de conseils via des outils numériques qui les assistent dans leurs choix en matière d'investissement. Ainsi, les clients de détail semblent placer leurs ordres par l'intermédiaire de plateformes et autres applications de *trading* en ligne à bas prix.

D'après le rapport AFM/IPSOS paru en avril 2020 qui décrit les comportements et attitudes adoptés à l'égard des portefeuilles d'investissement et la façon dont les investissements sont réalisés, aux Pays-Bas, l'interdiction des commissions entrée en vigueur le 1er janvier 2014 a affecté la fourniture des conseils en investissement. Comme nous pouvons le constater dans le graphique ci-dessous, la proportion des investisseurs ayant recours aux conseils en investissement fournis par des gestionnaires d'investissement (courbe « Par le biais de gestionnaires d'actifs ») a chuté. Celle-ci atteignait 20 % au premier trimestre 2014, mais seulement 11 % au troisième trimestre 2020. La gestion de portefeuille individualisée assurée par les conseillers financiers est passée de 21 % à 30 % au cours de la même période. La courbe des exécutions d'ordre pour le compte de clients et des services de RTO (courbe « De manière indépendante » semble être plutôt stable, avec un niveau de 59 % au cours de la période.

Principal mode d'investissement (en pourcentage) aux Pays-Bas entre 2013 et 2020.

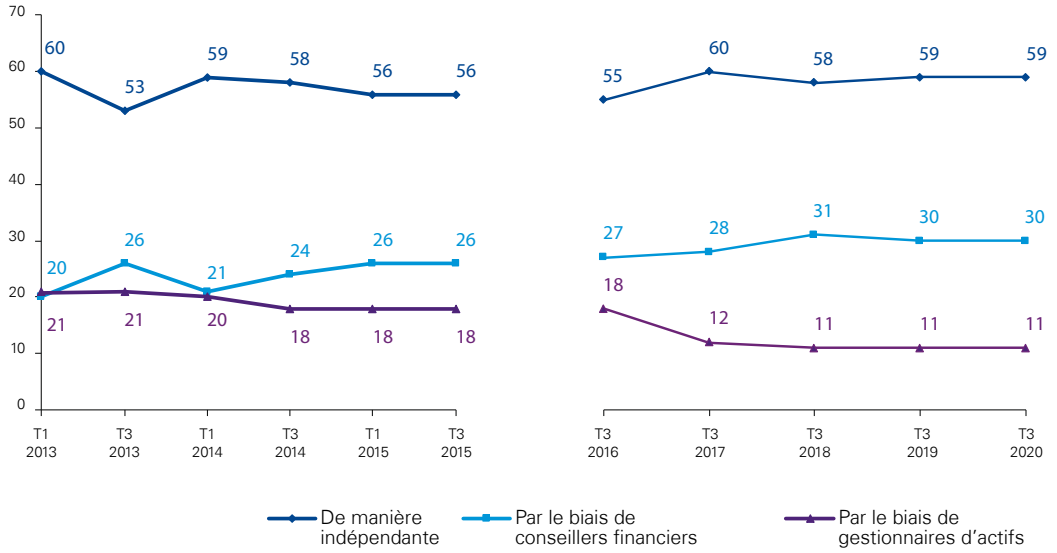


Illustration 17 : Principal mode d'investissement (en pourcentage) aux Pays-Bas entre 2013 et 2020.
Source : IPSOS 2020.

[35] DUFAS : Note de discussion sur l'interdiction des commissions aux Pays-Bas (31 janvier 2021) et Note de la DUFAS intitulée *Survey Advisory Fees : Thresholds & advisory fees seven major Dutch Private Banks*, février 2021. Ces deux notes n'ont pas été rendues publiques.

Des pratiques qui changent selon les instruments financiers distribués

Lors d'un investissement dans un fonds, selon l'association nationale du secteur, les commissions de conseil en investissement diffèrent d'une banque à l'autre et peuvent varier de 0,20 % à 1 % par an en fonction des services de conseil fournis et du montant des actifs détenus. La plupart des banques proposent des services de conseil en investissement dès lors que le patrimoine financier disponible atteint 500 000 EUR.

- Les honoraires varient selon les services de conseil fournis et peuvent différer selon les banques.
- Les frais varient également en fonction du montant des actifs détenus.
- Des conseils fréquents en matière d'actions individuelles s'accompagnent de frais beaucoup plus importants que des conseils occasionnels sur un nombre limité de fonds .

Pour déterminer le coût des conseils en investissement aux Pays-Bas, nous avons réuni des données provenant de l'association nationale du secteur. Cette collecte de données repose sur les données de 5 banques néerlandaises majeures. En outre, nous avons compilé les données de sites Web publics, desquels nous avons extrait des données *ex ante* provenant de deux autres banques néerlandaises de premier plan.

D'après nos sources d'informations, la tendance générale relevée quant au coût des prestations de conseils avoisine les 1 % (TVA comprise) et le seuil de 500 000 EUR est appliqué par la plupart des banques, à l'exception de deux d'entre elles qui mentionnent respectivement un seuil minimum de 100 000 EUR et de 1 000 000 EUR. En outre, certaines banques appliquent des frais minimums, qui là aussi diffèrent d'une banque à une autre. Nous n'avons observé aucuns frais se rapportant aux conseils.

Pour les produits structurés de détail (« PSD »), selon les éléments collectés sur RegXchange, d'une part, et un échantillon de trois distributeurs représentant plus de 40 % du volume total restant de PSD, d'autre part, le coût moyen[36] de conseil en investissement et autres services s'élève à 1 % de frais initiaux.

[36] Les distributeurs ont communiqué leur frais de distribution consolidés à RegXchange qui a ensuite fait la simple moyenne des données collectées.

Coût total de détention des fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas des Pays-Bas

Veuillez noter qu'en raison des seuils mentionnés précédemment relativement à l'accès aux prestations de conseil en investissement, les chiffres suivants doivent être pris en compte sur la base d'un investisseur disposant de 500 000 EUR net d'actifs à investir.

Banques + Gestionnaire d'actifs (collecte de données)	Fonds investis en actions	Fonds obligataires	Fonds mixtes
	%	%	%
A – Coût de conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraires	n.d.	n.d.	n.d.
A' – Coût annuel du conseil dans la durée dans le modèle avec honoraires	**1,00 %**	**1,00 %**	**1,00 %**
B – Frais d'entrée	**1,29 %**	**0,45 %**	**0,05 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
C – Frais courants	**0,67 %**	**0,48 %**	**0,56 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
D – Frais de sortie	**0,03 %**	**0,03 %**	**0,03 %**
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.	n.d.	n.d.
E – Frais d'exécution	**0,00 %**	**0,00 %**	**0,00 %**
Coût total de détention [A + B + C + E] – 1re année	**2,96 %**	**1,93 %**	**1,61 %**
Coût total de détention [A' + C] – Années suivantes	**1,67 %**	**1,48 %**	**1,56 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**1,93 %**	**1,58 %**	**1,58 %**
Dont le coût des services	**1,00 %**	**1,00 %**	**1,00 %**
Dont le coût de l'instrument financier	**0,93 %**	**0,58 %**	**0,58 %**

Illustration 18 : Coût total de détention des fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas des Pays-Bas.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.
N.B. Les frais de 1 % au titre des conseils s'entendent TVA comprise.

Aux Pays-Bas, la plupart des fonds mentionnent des frais de sortie proche de 0 %.

Coût total de détention des produits structurés de détail dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas des Pays-Bas

Veuillez noter qu'en raison des seuils mentionnés précédemment relativement à l'accès aux prestations de conseil en investissement, les chiffres suivants doivent être pris en compte sur la base d'un investisseur disposant de 500 000 EUR net d'actifs à investir.

Taux moyens observés aux Pays-Bas	NL
	%
A – Coût des conseils dans le modèle initial de rémunération fondé sur les frais	1,00 %
B – Coûts d'acquisition = coûts ponctuels bruts (cours vendeur - juste valeur)	1,06 %
Dont les commissions dues au distributeur = coût des conseils et/ou services supplémentaires/de qualité améliorée	n.d.
C – Coût total de détention [A + B]	2,06 %
D – Durée de vie moyenne des produits structurés de détail en nombre d'années*	6,06
Coût total de détention annuel [C/D]	0,34 %
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	0,41 %
Dont le coût des services	0,20 %
Dont le coût de l'instrument financier	0,21 %

Illustration 19 : Coût total de détention des produits structurés de détail dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais : le cas des Pays-Bas.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.
(*) L'échéance s'entend de l'échéance initiale à l'émission des PSD.

Aux Pays-Bas, le Coût total de détention des PSD émis en 2020 s'établissait à 2,06 %, avec une durée de vie moyenne de 6,06 ans.

5.3 Comparaison des deux modèles de rémunération fondés sur les commissions et sur les honoraires

Grâce aux données que nous avons recueillies, nous avons comparé les coûts par type d'instruments financiers en fonction de différents montants d'actifs détenus par l'investisseur : 10 000 EUR, 100 000 EUR et 500 000 EUR.

- **10 000 EUR d'actifs disponibles**. Cette valeur correspond à la taille médiane du portefeuille de la population dans les 3 pays de notre Étude.

Montant disponible à l'investissement	10 000 EUR											
	Moyenne des 3 pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions				Royaume-Uni				Pays-Bas			
	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD
1re année	2,60 %	2,14 %	1,48 %	2,91 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service							
Années suivantes	1,90 %	1,53 %	1,07 %	0,00 %								
Coût total de détention annuel en cas de détention jusqu'à l'échéance	n.d.	n.d.	n.d.	0,47 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service							
Coût total de détention pour une période de détention de 5 ans	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service							
Dont le coût des services	1,07 %	0,90 %	0,61 %	0,36 %								
Dont le coût de l'instrument financier	0,97 %	0,75 %	0,55 %	0,22 %								

Illustration 20 : Comparaison des deux modèles de rémunération à l'étude (celui fondé sur les commissions et celui fondé sur les frais) pour un montant disponible à l'investissement de 10 000 EUR.

Avec ce niveau d'actifs disponibles, nos résultats montrent qu'il est improbable que les investisseurs de détail avec une enveloppe de **10 000 EUR reçoivent des conseils en investissement de la part de conseillers financiers dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais**, alors que dans les autres pays d'Europe où le modèle de rémunération fondé sur les commissions est appliqué, ils ont la possibilité d'accéder à ces prestations.

- **100 000 EUR d'actifs disponibles.** Cette valeur correspond au seuil à partir duquel un investisseur de détail peut prétendre à des prestations de conseil en investissement personnalisés au Royaume-Uni (se référer à la section sur le Royaume-Uni dans la partie consacrée au modèle de rémunération fondé sur les frais).

Montant disponible à l'investissement	100 000 EUR											
	Moyenne des 3 pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions				Royaume-Uni				Pays-Bas			
	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD
1re année	2,60 %	2,14 %	1,48 %	2,91 %	5,74 %	4,35 %	4,55 %	5,22 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service			
Années suivantes	1,90 %	1,53 %	1,07 %	0,00 %	1,70 %	1,51 %	1,65 %	0,00 %				
Coût total de détention annuel en cas de détention jusqu'à l'échéance	n.d.	n.d.	n.d.	0,47 %	n.d.	n.d.	n.d.	0,47 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service			
Coût total de détention pour une période de détention de 5 ans	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %	Le client ne peut pas bénéficier de ce service			
Dont le coût des services	1,07 %	0,90 %	0,61 %	0,36 %	1,28 %	1,28 %	1,28 %	0,48 %				
Dont le coût de l'instrument financier	0,97 %	0,75 %	0,55 %	0,22 %	1,23 %	0,80 %	0,95 %	0,56 %				

Illustration 21 : Comparaison des deux modèles de rémunération à l'étude (celui fondé sur les commissions et celui fondé sur les frais) pour un montant disponible à l'investissement de 100 000 EUR.

Lorsque les conseils fournis par les conseillers du Royaume-Uni et ceux des pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions de notre Étude (conseils personnalisés) sont comparables, le Coût total de détention dans le cadre de ce même modèle de rémunération est inférieur pour tous les instruments financiers inclus dans notre périmètre, à savoir -23 % pour les fonds investis en actions (-47 pb), -26 % pour les fonds mixtes (-43 pb), jusqu'à -93 % pour les fonds obligataires (-108 pb) et -79 % pour les PSD (-46 pb).

- **500 000 EUR d'actifs disponibles.** Cette valeur correspond au seuil à partir duquel un investisseur de détail pourrait prétendre à des prestations de conseil en investissement personnalisés aux Pays-Bas (se référer à la section consacrée aux Pays-Bas).

Montant disponible à l'investissement	500 000 EUR											
	Moyenne des 3 pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions				Royaume-Uni				Pays-Bas			
	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	PSD
1re année	2,60 %	2,14 %	1,48 %	2,91 %	5,74 %	4,35 %	4,55 %	5,22 %	2,96 %	1,61 %	1,93 %	2,06 %
Années suivantes	1,90 %	1,53 %	1,07 %	0,00 %	1,70 %	1,51 %	1,65 %	0,00 %	1,67 %	1,56 %	1,48 %	0,00 %
Coût total de détention annuel en cas de détention jusqu'à l'échéance	n.d.	n.d.	n.d.	0,47 %	n.d.	n.d.	n.d.	0,47 %	n.d.	n.d.	n.d.	0,34 %
Coût total de détention pour une période de détention de 5 ans	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %	1,93 %	1,58 %	1,58 %	0,41 %
Dont le coût des services	1,07 %	0,90 %	0,61 %	0,36 %	1,28 %	1,28 %	1,28 %	0,48 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	0,20 %
Dont le coût de l'instrument financier	0,97 %	0,75 %	0,55 %	0,22 %	1,23 %	0,80 %	0,95 %	0,56 %	0,93 %	0,58 %	0,58 %	0,21 %

Illustration 22 : Comparaison des deux modèles de rémunération à l'étude (celui fondé sur les commissions et celui fondé sur les frais) pour un montant disponible à l'investissement de 500 000 EUR.

La comparaison du CTD des trois pays de notre Étude appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions et de celui du Royaume-Uni est la même que dans l'étude de cas précédente.

La comparaison du CTD des Pays-Bas à la moyenne des CTD des trois pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions est intéressante, car les résultats varient selon la date et selon le type d'instrument financier. Par exemple, le coût de la première année est plus élevé aux Pays-Bas en ce qui concerne les fonds investis en actions (+12 %/+36 pb) et les fonds obligataires (+23 %/+45 pb). Ce n'est en revanche pas le cas des fonds mixtes (-33 %/-53 pb). Sur une période de détention de 5 ans, le coût aux Pays-Bas est inférieur pour les fonds investis en actions (-6 %/-11 pb) et pour les fonds mixtes (-5 %/-7 pb), contrairement aux fonds obligataires, pour lesquels il est supérieur (+27 %/+42 pb).

Pour les PSD, les trois pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions affichent un CTD moins élevé (0,47 % p.a.) que celui du Royaume-Uni (0,70 % p.a.). En outre, le CTD aux Pays-Bas (0,34 % p.a.) représente quasiment la moitié de celui du Royaume-Uni, alors même que les deux pays ont tous deux interdit les commissions. Une telle différence pourrait mettre en évidence que les commissions n'affectent pas le coût des PSD de manière franche.

Si l'on considère le marché des PSD des trois pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions, les frais d'entrée (2,91 % de frais initiaux) restent très inférieurs à ceux du Royaume-Uni (5,22 % de frais initiaux). **Encore une fois, cela démontre que, quelle que soit l'échéance moyenne d'un PSD, aucun élément ne vient prouver qu'il existe une relation de cause à effet entre l'interdiction des commissions et le coût des PSD.**

Une chose importante à garder à l'esprit réside dans le fait que pour de tels niveaux d'actifs à investir, les investisseurs des pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions pourraient ne pas recourir au réseau des banques de détail et bénéficier des coûts plus avantageux applicables aux canaux de distribution du secteur bancaire privé, lequel est exclu du périmètre de notre Étude.

Les deux modèles ont des incidences fiscales différentes pour un investisseur de détail

Bien que notre Étude ne vise pas à procéder à une analyse fiscale, le traitement fiscal de chaque modèle doit également être pris en compte.

Dans certains cas, lorsque les conseils en investissement sont payés séparément, par honoraires payés par l'investisseur au conseiller, ils frais sont assujettis à la TVA. En France, en Italie et en Espagne, cette taxe peut atteindre un minimum de 20 % et est donc loin d'être anodine. Cela représente un coût supplémentaire à prendre en compte dès lors que l'on envisage le cas des clients de détail.

De plus, dans certains pays (par exemple, la France), les honoraires des conseils en investissement ne sont pas déductibles des revenus générés par l'instrument financier. Par contraste, la commission payée au titre des conseils est déductible puisqu'incluse dans le prix total de l'instrument financier. L'investisseur acquitte son impôt sur la base du rendement net de l'instrument (c.-à-d. après déduction de tous les coûts, y compris le coût du conseil).

Dans certains cas, une interdiction des commissions dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions pourrait générer un coût supplémentaire sur le plan fiscal, un point qui mérite de faire l'objet d'une attention particulière.

5.4 Le cas des ETF

Après avoir calculé le Coût total de détention à la charge des clients de détail lorsqu'ils investissent dans des fonds et des PSD, nous avons également décidé de tenir compte des ETF, et ce pour deux raisons : (i) les volumes investis dans ces instruments financiers augmentent depuis plusieurs années ; et (ii) pour comparer les ETF et les fonds , il est nécessaire d'utiliser l'approche par le CTD dans la mesure où c'est la seule façon d'établir une référence commune pour une comparaison plus juste.

Le marché des ETF en Europe

Le nombre d'ETF négociés a connu un essor hors du commun au cours des 15 dernières années. Ils sont passés de 300 en 2002 à plus de 7 000 en 2020[37].

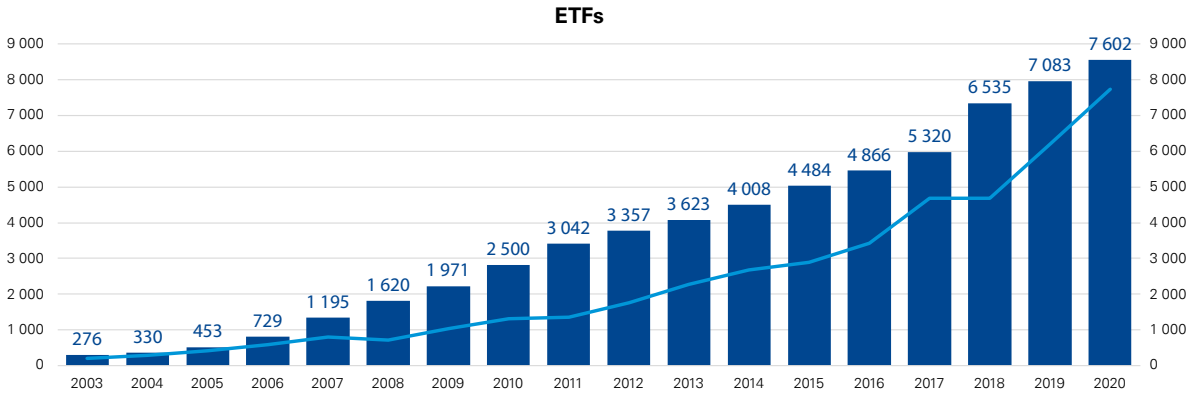


Illustration 23 : Le marché des ETF en Europe.
Sources : www.Statista.com.

Dans sa publication intitulée *Principle for the regulation of ETF*, l'IOSCO a affirmé que « les objectifs et techniques des ETF se sont diversifiés et complexifiés, ce qui a engendré la création d'ETF de nouvelles générations, notamment les ETF ayant recours aux contrats futurs ainsi qu'à d'autres types d'instruments dérivés pour exercer un effet de levier, ou qui répliquent l'inverse de la performance d'un indice »[38].

Ce large univers étend le champ des possibles en matière d'investissement, mais il rend la prise de décision d'investissement plus difficile, soulevant ainsi la question suivante : « Les clients doivent-ils être conseillés lorsqu'ils investissent dans des ETF ? » Cela aurait du sens eu égard au besoin de sélection des ETF les plus pertinents pour satisfaire les besoins d'investissement de chacun. Par ailleurs, la « stratégie » d'allocation du portefeuille peut être complexe. C'est pourquoi les prestations de conseil en ETF pourraient apporter une aide salutaire aux clients de détail.

Pour cette raison, nous avons à nouveau eu recours à l'approche du CTD afin d'évaluer si le fait d'investir dans des ETF coûte effectivement moins cher qu'un placement dans des fonds , comme d'aucuns pourraient le croire.

[37] Source : www.Statista.com.

[38] Iosco, *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds-Consultation report* (p. 5), https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD376.pdf.

Quel est le Coût total de détention d'un ETF assorti de conseil en investissement ?

Les tableaux ci-dessous présentent les coûts moyens sur la base des informations recueillies en France, en Italie et en Espagne dans le cadre de notre Étude portant sur le modèle de rémunération fondé sur les commissions et celles collectées au Royaume-Uni et aux Pays-Bas eu égard au modèle de rémunération fondé sur les frais.

Les investisseurs de détail ne devraient pas être laissés pour compte en matière de conseils, raison pour laquelle nous en tenons compte ici.

En France, en Italie et en Espagne, aucune prestation de conseil en investissement n'est incluse dans le coût des ETF. Toutefois, compte tenu de la diversité de l'offre (fin 2020, l'on dénombrait pas moins de 1 820 ETF négociés en Europe et indexés sur plus de 200 indices), les clients de détail pourraient se trouver en proie à une certaine confusion quant à savoir quels produits sont les plus adaptés à leur profil. Par conséquent, il pourrait se révéler opportun de faire bénéficier aux investisseurs de détail de conseil en investissement afin de leur permettre de comprendre les risques et de définir une allocation appropriée correspondant à leurs besoins, leurs objectifs et leurs capacités financières.

C'est pourquoi nous avons calculé le coût des conseils en investissement se rapportant aux ETF afin d'obtenir le Coût total de détention de ceux-ci. Il résulte de cet exercice que nous avons été en mesure de comparer ce CTD à celui des fonds proposés dans les pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions.

Ces deux méthodes permettent de mettre en balance des paramètres similaires, notamment le coût des produits et des services qui les accompagnent, et ce de manière équitable.

Méthode 1 : comparaison avec les fonds proposés dans les pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions

Pour effectuer une telle comparaison, nous nous sommes appuyés sur les coûts des ETF au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, ainsi que sur le coût des conseils en investissement dans les deux pays. Les données relatives aux ETF proviennent d'un rapport de la Commission européenne[39] ne faisant pas de distinction entre les classes d'actifs.

Nous avons ensuite comparé ces données avec le Coût total de détention des fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions (en représentant les fonds investis en obligations et en actions à parts égales) qui inclut le coût des services.

Les coûts des ETF comprennent des frais d'exécution et de l'écart de prix (spread) supporté par le client lors de l'investissement (ou du désinvestissement) dans les ETF.

[39] Rapport final de la Commission européenne intitulé *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, avril 2018

Calcul du CTD pour les ETF par rapport aux fonds (50 % investis en actions, 50 % investis en obligations)	Coût des fonds assortis de conseil en investissement	Coûts des ETF assortis de conseil en investissement	
	Fonds (actions + obligations) FR, IT, ES	ETF R-U + conseil en investissement au R.-U.	ETF P.B + conseil en investissement aux Pays-Bas.
	%	%	%
A – Coût du conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraires	n.d.	2,40 %	0,00 %
A' – Coût annuel du conseil dans la durée dans le modèle avec honoraires	n.d.	0,80 %	1,00 %
B – Frais d'exécution à l'achat (ETF)	n.d.	0,35 %	0,20 %
B' – Frais d'exécution à la vente (ETF)	n.d.	0,35 %	0,20 %
C – Écart cours acheteur/cours vendeur à l'achat (ETF)	n.d.	0,14 %	0,14 %
C' – Écart cours acheteur/cours vendeur à la vente (ETF)	n.d.	0,14 %	0,14 %
E – Frais d'entrée (fonds)	0,55 %	n.d.	n.d.
D – Frais courants	1,48 %	0,23 %	0,30 %
Frais de sortie (fonds)	0,01 %	n.d.	n.d.
Coût total de détention [A + B + C + D + E] – 1re année	**2,04 %**	**3,92 %**	**1,64 %**
Coût total de détention [A' + D] – Années suivantes	**1,48 %**	**1,03 %**	**1,30 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**1,60 %**	**1,70 %**	**1,43 %**
Dont le coût des services	**0,84 %**	**1,42 %**	**1,08 %**
Dont le coût de l'instrument financier	**0,76 %**	**0,28 %**	**0,35 %**

Illustration 24 : Coût total de détention des ETF par rapport aux fonds (50 % investis en actions, 50 % investis en obligations).
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.

Dans l'hypothèse d'une période de détention des ETF de 5 ans, les calculs affichent un Coût total de détention annuel de :

- 1,60 % pour les fonds moyens en France, en Italie et en Espagne, dont 0,76 % correspond au coût de l'instrument financier et 0,84 % au coût des services ;
- 1,70 % pour les fonds moyens au Royaume-Uni, dont 0,28 %correspond au coût de l'instrument financier et 1,42% au coût des services ;
- 1,43 % pour les Pays-Bas, dont 0,35 % correspond au coût de l'instrument financier et 1,08 % au coût des services.

On constate que les ETF sont moins onéreux lorsqu'ils sont souscrits de manière indépendante, mais leur CTD s'avère très similaire à celui des fonds dès lors que l'on inclut le coût des services fournis à un investisseur de détail, les conseils en investissement et l'assistance individuelle en constituant une partie importante aux côtés des coûts d'exécution.

Méthode 2 : comparaison des ETF auxquels nous avons ajouté un *proxy* (c.-à-d. une valeur approximative représentative) au titre de l'estimation des coûts des conseils, en utilisant la moyenne des coûts britanniques et néerlandais

Pour effectuer une telle comparaison, s'agissant des pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les frais, nous nous sommes appuyés sur les coûts des ETF au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, ainsi que sur le coût des conseils en investissement qui s'y rapportent dans les deux pays. Par la suite, nous avons comparé ces données au coût moyen des ETF dans les trois pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions constituant le périmètre de cette Étude, auquel nous avons ajouté une valeur approximative représentative du coût estimé des conseils en investissement en prenant la moyenne des coûts appliqués au Royaume-Uni et aux Pays-Bas afin d'estimer un Coût total de détention. Les données relatives aux ETF proviennent d'un rapport de la Commission européenne[40].

Les coûts des ETF comprennent des frais d'exécution et l'écart de prix (spread) supporté par le client lors de l'investissement (ou du désinvestissement) dans les ETF.

Calcul du CTD des ETF en s'appuyant sur un *proxy* pour estimer le coût des conseils en investissement dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions	Moyenne des ETF FR, IT, ES + *proxy* au titre des conseils au R.-U./NL	ETF UK + conseil en investissement au R.-U.	ETF NL + conseil en investissement au R.-U.
	%	%	%
A – Coût du conseil à l'entrée dans le modèle avec honoraire	1,20 %	2,40 %	0,00 %
A' – Coût annuel du conseil dans la durée dans le modèle avec honorairess	0,90 %	0,80 %	1,00 %
B – Frais d'exécution à l'achat	0,83 %	0,35 %	0,20 %
B' – Frais d'exécution à la vente	0,83 %	0,35 %	0,20 %
C – Écart cours acheteur/cours vendeur à l'achat	0,14 %	0,14 %	0,14 %
C' – Écart cours acheteur/cours vendeur à la vente	0,14 %	0,14 %	0,14 %
D – Frais courants	0,43 %	0,23 %	0,30 %
Coût total de détention [A + B + C + D] – 1re année	**3,50 %**	**3,92 %**	**1,64 %**
Coût total de détention [A' + D] – Années suivantes	**1,33 %**	**1,03 %**	**1,30 %**
Coût total de détention annuel pour une période de détention de 5 ans	**1,95 %**	**1,70 %**	**1,43 %**
Dont le coût des services	**1,47 %**	**1,42 %**	**1,08 %**
Dont le coût de l'instrument financier	**0,48 %**	**0,28 %**	**0,35 %**

Illustration 25 : Calcul du Coût total de détention des ETF en s'appuyant sur un *proxy* pour estimer le coût des conseils en investissement dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions.
Sources : consulter notre bibliographie et notre méthodologie à l'Annexe 4.
Remarque : en raison des arrondis dans les cellules, le total peut être différent de la somme des éléments qui le constituent.

[40] Rapport final de la Commission européenne intitulé *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, avril 2018

Dans l'hypothèse d'une période de détention des ETF de 5 ans, les calculs affichent un Coût total de détention annuel de :

- 1,95 % pour la moyenne des ETF en France, en Italie et en Espagne, dont 0,48 % correspond au coût de l'instrument financier et 1,47 % au coût des services ;
- 1,70 % pour le Royaume-Uni, dont 0,28 % correspond au coût de l'instrument financier et 1,42 % au coût des services ;
- 1,43 % pour les Pays-Bas, dont 0,35 % correspond au coût de l'instrument financier et 1,08 % au coût des services.

Nous constatons que le CTD des ETF est supérieur dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions, principalement en raison du coût des instruments financiers

Les chiffres des tableaux de la Méthode 1 et de la Méthode 2 reproduits ci-dessus sont relativement comparables. La différence entre le CTD des ETF et celui des fonds s'explique par les différences en matière de style de gestion des produits (gestion active/gestion passive).

En outre, il convient de noter que la différence que nous avons obtenue entre le coût des ETF et celui des fonds diffère grandement des résultats obtenus dans le cadre d'autres études qui limitent leur analyse au coût de l'instrument financier sans tenir compte du coût du service.

6.

Amélioration de la qualité

6.1 Définition de l'amélioration de la qualité

La directive MIF I a établi le fait que les producteurs ne peuvent verser des rémunérations aux distributeurs que si ladite rémunération est justifiée par une amélioration de la qualité du service fourni au client. La directive MIF II est quant à elle venue renforcer cette exigence en spécifiant les conditions à respecter en matière de fourniture de services d'investissement (hormis les conseils en investissement indépendants et la gestion de portefeuille) pour se conformer à cette exigence.

L'objectif principal de la réglementation actuelle consiste à **proposer au client un service à valeur ajoutée** en lien avec la rémunération perçue par le producteur, dont par exemple, la fourniture d'évaluations périodiques du caractère adéquat des instruments financiers achetés, entre autres.

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF II, les distributeurs à travers l'Europe ont déployé des solutions de haut niveau concrètes qui dans certains cas vont au-delà des dispositions réglementaires prescrites, et ce afin d'améliorer la qualité des services proposés aux investisseurs.

Ainsi, si les commissions devaient être totalement proscrites, **les investisseurs de détail perdraient leur accès non seulement aux conseils en investissement,** en raison d'éventuelles inégalités à l'instar de celles que nous avons constatées au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, **mais aussi à ces mêmes services à valeur ajoutée** que la directive MIF II était parvenue à généraliser dans le secteur financier européen.

Veuillez noter que dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, ces critères d'amélioration de la qualité du service ne s'appliquent à aucun service d'investissement, puisque le client paie soit des frais *ad hoc* directement à son distributeur pour le ou les services fournis, soit dans le cas où le distributeur percevrait une rémunération de la part du producteur, ladite rémunération devrait être répercutée au client.

Dans les 3 pays qui appliquent le modèle de rémunération fondé sur les commissions de cette Étude, à savoir la France, l'Italie et l'Espagne, nous avons mené un sondage afin d'évaluer la façon dont les distributeurs ont amélioré la qualité du service et les avantages qu'en retirent les investisseurs de détail. Les données que nous avons obtenues provenaient des réponses de 84 distributeurs basés en France, en Italie et en Espagne.

6.2 Quels avantages les investisseurs pourraient-ils perdre en cas d'interdiction des commissions dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions ?

Les investisseurs de détail sont traditionnellement plus réticents à payer explicitement pour des services d'investissement. Ceci est confirmé par un récent sondage mené par Investment Trends[41], dont il ressort que 56 % des investisseurs français souhaiteraient bénéficier de conseil en investissement mais ne paieraient pas pour cela (contre 18 % pour les investisseurs du Royaume-Uni et 33 % pour les investisseurs des Pays-Bas, les deux autres pays sur lesquels le sondage a porté). Cette constatation, ainsi que les conditions prescrites par la directive MIF II quant à la rémunération des distributeurs sur la base de commissions, ont conduit **les intermédiaires à mettre l'accent sur l'amélioration de leur offre de services en permettant aux investisseurs de détail d'accéder à des conseils en investissement et de bénéficier d'un large éventail de services à valeur ajoutée.**

Les données obtenues dans le cadre de la présente Étude permettent de tirer les conclusions suivantes sur les avantages que les investisseurs pourraient perdre en cas d'interdiction des commissions dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions.

[41] Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juillet 2021 https://investmenttrends.com/wp-content/uploads/2021/11/EuropeAdviceAccessibilityReport.pdf.

Le service de conseil en investissement gagne du terrain

Depuis la directive MIF I et sa transposition en Italie et depuis la transposition de la directive MIF II en France et en Espagne, de nombreux investisseurs de détail qui ne bénéficiaient que de l'exécution de services[42] ont obtenu un meilleur accès à des prestations de conseil en investissement non indépendants. Les clients de détail qui ne font appel qu'à des services d'exécution ont eu accès à des produits de tiers, ainsi qu'à des outils supplémentaires permettant de prendre de meilleures décisions d'investissement et d'en assurer le suivi. En outre, dans la plupart des cas, les services à valeur ajoutée ont été déployés sous la forme de différentes solutions combinées, comme expliqué ci-dessous.

En Italie, les données collectées par les associations locales montrent qu'en 2020, les banques ont fourni des prestations de conseils d'investissement à 98,7 % de leurs clients sous la forme de prestations de conseils non indépendants.

En Espagne, les données révèlent une augmentation de 136 % du nombre de clients conseillés, dont le nombre est passé de 1,1 million en 2017 à 2,6 millions en 2020, 99,89 % d'entre eux étant des clients ayant bénéficié de conseils non indépendants et seulement 0,1 1% de conseils indépendants.

La prestation de conseil en investissement est accessible à tous les clients de détail, quel que soit le montant des actifs investis

L'Étude souligne que le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet à tous les clients, indépendamment de leurs actifs, d'avoir accès à des conseils en investissement à un coût raisonnable grâce à la mutualisation des coûts soutenue par le modèle lui-même.

Par conséquent, la plupart des investisseurs de détail choisissent de bénéficier de prestations de conseils non indépendants, tandis que seul un très petit segment de clients fortunés opte pour des prestations de conseils indépendants, et ce, en raison de la réticence des investisseurs de détail à payer séparément pour des prestations de conseil en investissement.

L'interdiction des commissions dans les pays appliquant le modèle de rémunération fondé sur les commissions engendre un risque élevé que les prestations de conseil en investissement puissent devenir accessibles aux clients de détail qui atteignent le seuil minimum d'actifs investis (comme c'est le cas aux Pays-Bas et au Royaume-Uni), poussant ainsi les clients de détail vers d'autres solutions plus simples, telles que les outils de type « robots-conseillers » ou les services d'exécution en ligne uniquement. Même si l'« éducation financière » des clients de détail a progressé, comme nous le verrons plus loin, le niveau actuel de connaissances dans les domaines financiers n'est pas

[42] Les services d'exécution" s'entendent de : (i) l'exécution d'ordres pour le compte de clients et/ou (ii) de la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers.

suffisant pour permettre aux clients de détail de gérer leurs investissements au moyen d'outils en ligne.

Accès à une combinaison de services à valeur ajoutée

Les banques et les conseillers en investissements financiers ont choisi de **combiner les alternatives d'amélioration de la qualité instaurées par la directive MIF II lors de la mise en œuvre de ces services à valeur ajoutée,** en allant au-delà de la série d'exigences minimales en vertu desquelles les commissions sont autorisées.

Par exemple, en France, ils fournissent une évaluation globale de la situation financière du client en tenant compte du régime matrimoniale et de la situation fiscale ou successorale, et recommandent ensuite une allocation d'actifs personnelle, adaptée aux besoins des investisseurs. Certains des répondants proposent également des évaluations continues de l'adéquation en plus de l'évaluation annuelle de l'adéquation, et ce sont précisément 67 % des répondants qui proposent des outils visant à aider le conseiller et le client dans la décision d'investissement.

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet également aux clients d'accéder à une offre plus large d'instruments financiers. En ce sens, le modèle permet l'accès à des produits complexes, tandis que l'exécution seule se limite à des produits non complexes. Les produits dits complexes doivent rester accessibles aux clients de détail, notamment eu égard à la diversification du portefeuille et, le cas échéant, à la couverture ou à la protection du capital. Par exemple, les produits structurés, les fonds d'épargne salariale en France ou les fonds immobiliers sont des produits d'intérêt pour les investisseurs de détail. En outre, au sein du canal de distribution bancaire de la présente Étude, 50 % des répondants en France fournissent des services supplémentaires à prix réduit ou gratuitement, tels que des services d'exécution ou de garde.

D'après les retours des répondants, les principaux services à valeur ajoutée en Italie sont les suivants :

- la fourniture d'une évaluation du caractère approprié de l'investissement plus fréquemment que ne l'exige la loi (près de 50 % des répondants, dont 62,5 % sur une base trimestrielle et 37,5 % sur une base semestrielle) ;
- la fourniture d'une évaluation du caractère approprié de l'investissement fondée sur la prise en compte de la situation du client dans son ensemble avec une approche globale (90 % des répondants) ;
- l'inclusion de Produits d'investissement fondés sur l'assurance (« PIFA ») dans l'évaluation du caractère approprié (85 % des répondants) ;
- la mise en place d'un système d'alerte sur les risques de liquidité et de crédit (50 % des répondants) ;
- la fourniture d'informations à valeur ajoutée telles que des idées d'investissement ou d'arbitrage, des données de marché, des informations reçues des producteurs ou des émetteurs (30 % des répondants).

En outre, dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions en Italie, la plupart des services d'investissement fournis par les banques et les intermédiaires sont combinés à des conseils en investissement et sont également proposés par le biais des conseils professionnels d'agents liés individuels. Ils assistent tous les clients depuis leurs domiciles dans le cadre d'une relation fiduciaire, en les conseillant au nom et sous l'entière responsabilité d'un cabinet et avec l'outil fourni par ce cabinet.

Dans le cas de l'Espagne, la plupart des répondants ont également opté pour le panachage des alternatives prévues par la réglementation espagnole pour se conformer aux critères d'amélioration de la qualité.

Les données montrent que 95 % des répondants fournissent une évaluation annuelle du caractère approprié des instruments financiers dans lesquels le client a investi (adéquation continue), et 86 % des répondants incluent également un nombre approprié d'instruments de tiers, comme nous l'expliquerons plus loin. En outre, 81 % des répondants proposent un autre service à valeur ajoutée supplémentaire, tel que l'accès à des outils d'information en ligne sur les positions d'investissement des investisseurs et leur répartition par classe d'actifs, ou des outils d'allocation d'actifs en fonction du profil de risque du client et de critères de marché experts.

Enfin, si une interdiction des commissions est décidée et que les inconvénients dépassent les avantages, un retour potentiel à ce modèle est presque impossible. Ces facteurs doivent être pris en considération avant d'interdire le modèle de rémunération fondé sur les commissions, surtout lorsqu'il n'y a pas de nécessité de changement ou de raison de l'interdire, selon la position d'autorités telles que l'AMF en France, ou la CNMV en Espagne.

Accès à des produits de tiers sans modification du coût des produits

L'Étude révèle que la mise en œuvre de la directive MIF II a donné lieu à une offre accrue de produits de tiers à des destinations des investisseurs de détail en France, en Italie et en Espagne, en particulier lorsqu'il s'agit de fournir des services de conseil en investissement et d'exécution ou de RTO, voire de conseil en investissement.

En France, plus de 65 % des répondants ont proposé des produits de tiers en 2020.

En Italie, le nombre de répondants proposant des fonds d'investissement tiers passe à 80 %.

En Espagne, les données indiquent que plus de 90 % de l'offre de produits correspond à des produits de tiers, ce qui implique un profond changement dans le paysage pré-MIF II[43]. Outre l'augmentation de l'offre et les données disponibles sur les fonds , le volume des fonds de tiers effectivement distribués est passé de 16,7 % en 2019 à 23,6 % en 2021.

De plus, cette Étude souligne également que les sociétés de gestion n'ont augmenté ni les commissions ni les frais des fonds. L'augmentation de l'offre de produits de tiers a sous-entendu un effort important de la part des banques dans la sélection et le suivi, selon les exigences de gouvernance des produits, des producteurs (sociétés de gestion et émetteurs) sans augmenter le CTD. Au contraire, les coûts des produits font état d'une tendance à la baisse ces dernières années. Les instruments financiers relevant du modèle de rémunération fondé sur les commissions ne sont pas plus onéreux compte tenu des conseils et autres services inclus dans leur prix. Les critiques allant dans ce sens, selon lesquelles les produits relevant du modèle de rémunération fondé sur les commissions seraient trop chers, sont généralement le fait d'une comparaison avec les ETF. Cette comparaison pourrait être trompeuse car elle ne tient pas compte du coût des services liés au modèle de rémunération fondé sur les commissions, tels que les conseils en investissement.

Accès transparent aux deux modèles : le modèle de rémunération fondé sur les frais comparé au modèle de rémunération fondé sur les commissions

En vertu des exigences de la directive MIF II, les intermédiaires peuvent adopter un modèle de rémunération fondé sur les frais, un modèle de rémunération fondé sur les commissions, voire une combinaisons des deux. Les investisseurs sont clairement informés par le distributeur de son modèle de rémunération, ce qui signifie qu'ils peuvent choisir entre un distributeur dont la rémunération repose sur le modèle fondé sur les honoraires et un distribution qui se rémunère selon un modèle fondé sur les commissions.

Les objectifs de transparence en termes de communication des coûts et des commissions dans le cadre de la fourniture de services d'exécution, de RTO et de conseil en investissement non indépendants, clairement établis par la directive MIF II dans l'intérêt du client, ont été pleinement atteints trois ans après l'entrée en vigueur de la directive MIF II.

Renforcement de l'« éducation financière » des investisseurs de détail

Cet approfondissement de l'éducation financière des investisseurs de détail est directement liée à l'expansion des services de conseil en investissement et d'autres outils à valeur ajoutée proposés au clients de détail. L'accès à l'éducation financière pour de nombreuses personnes dépend - entre autres - du conseiller, qui doit être dûment accrédité après avoir satisfait à des exigences spécifiques en matière de connaissances et de compétences, ou de l'accès aux outils à valeur ajoutée que nous avons mentionnés tout au long de ce rapport. Au cours du processus d'investissement (qu'il s'agisse de conseil en investissement ou de services d'exécution avec des outils à valeur ajoutée), les clients de détail acquièrent des connaissances financières en passant les tests d'adéquation/de pertinence ou en utilisant les services correspondants, mais aussi au fil du temps à travers les rapports d'information périodiques et le suivi de leurs positions.

Tous les répondants en France, en Italie et en Espagne fournissent de tels outils et, en outre, des supports pédagogiques aux clients de détail, comme des idées

[43] Cette amélioration est étayée par le deuxième exercice d'évaluation mystère réalisé par la CNMV (Commission nationale espagnole des valeurs mobilières du marché) dans plus de 800 agences bancaires (29 mars 2021).

d'investissement et d'arbitrage, des données de marché, des informations sur les instruments financiers, les informations reçues des producteurs ou des émetteurs, ainsi que des supports éducatifs à valeurs ajoutée ou des services visant à améliorer la culture financière du client (par exemple, jusqu'à 50 % des répondants mettent directement à la disposition de leurs clients des supports de formation).

En outre, l'octroi d'un accès permanent à du personnel humain pour aider les clients à comprendre les instruments financiers sous tous leurs aspects, y compris les coûts, les risques, et répondre aux questions personnelles et spécifiques, est considéré comme un outil pertinent pour renforcer l'« éducation financière » des investisseurs.

Dans un environnement complexe avec des clients désireux d'investir sur les marchés financiers, à travers lequel de nouvelles informations concernant les investissements ESG sont fournies aux clients, il est essentiel de sensibiliser et d'informer les clients pour leur permettre d'accéder à un plus large éventail d'instruments financiers.

Un maillage territorial plus dense de conseillers

En accompagnant le développement financier des différents États membres de l'UE, les distributeurs ont implanté leurs succursales dans tous les pays, étendant leur réseau aux petites et moyennes villes et même aux zones rurales. Dans le cadre de ce modèle, les clients de détail des zones reculées bénéficient d'un accès facile à des conseils en face à face, établissant dans la plupart des cas des relations à long terme avec leurs conseillers financiers, qui ont une excellente connaissance du profil et des objectifs d'investissement de leurs clients.

En outre, en Italie, de nombreux distributeurs opèrent par le biais de personnes dédiées et spécifiquement autorisées (agents liés)[44] qui fournissent des conseils en investissement au domicile du client.

De manière générale, **avec la mise en œuvre de la directive MIF II, les distributeurs ont décidé de maintenir la capillarité de leur réseau de bureaux.** Bien qu'elles n'aient investi que dans la numérisation, les entreprises d'investissement ont compris que le maintien du canal sur site, en agence, pour la fourniture de services d'investissement aux investisseurs de détail était un service à valeur ajoutée.

Cette couverture territoriale reste cruciale pour garantir qu'un grand nombre d'investisseurs de détail puissent continuer à bénéficier de conseil en investissement (parmi d'autres services d'investissement) et également des normes élevées de connaissances et de compétences que les personnes physiques fournissant des conseils en investissement ou des informations sur les instruments financiers sont tenues de respecter.

[44] L'Assoreti (association des intermédiaires qui fournissent des services de conseil en investissement par le biais de leurs conseillers financiers naturels qualifiés) se réfère à 23 950 conseillers financiers agissant pour le compte de banques et d'entreprises d'investissement, qui suivent 4 784 000 clients avec des actifs d'une valeur de 744 853 millions d'euros (dernières données disponibles pour 2021).

7.

Gestion des conflits d'intérêts

Comme nous l'avons déjà expliqué, la directive MIF II a renforcé les exigences relatives à la perception des commissions. Outre celles relatives à la communication d'informations et à l'amélioration de la qualité, elle exigeait également des distributeurs qu'ils s'assurent que, lorsqu'ils perçoivent ou versent des commissions, ils remplissent leurs obligations au titre de l'article 23 (conflits d'intérêts) et ne compromettent pas le respect de leur devoir d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle conformément aux meilleurs intérêts de leurs clients. Le secteur a fait d'énormes efforts pour se conformer à ces règles supplémentaires de gestion des conflits d'intérêts.

7.1 Un cadre solide qui garantit la protection des investisseurs

Parallèlement aux exigences en matière d'amélioration de la qualité, la directive MIF II[45] a renforcé les conditions à remplir par les distributeurs pour percevoir légitimement des commissions en exigeant que :

- la rémunération perçue par le distributeur se traduise par un avantage tangible pour l'investisseur ;
- la rémunération soit justifiée par un avantage permanent pour le client, en lien avec la perception continue de l'incitation ;
- les services fournis à l'investisseur ne soient pas biaisés par la rémunération que le distributeur perçoit du producteur ;
- les distributeurs fournissent aux investisseurs des informations précises sur le paiement concerné avant la fourniture du service d'investissement concerné ou, s'ils ne sont pas en mesure de déterminer le montant d'un quelconque avantage à recevoir, la méthode de calcul de ce montant et le montant exact du paiement reçu ultérieurement.

En outre, les distributeurs doivent informer les investisseurs sur une base individuelle au moins une fois par an (si des commissions sont perçues en relation avec les services d'investissement fournis) du montant réel des paiements reçus.

Ces exigences, introduites par la directive **MIF II, visent à mettre en place un cadre solide permettant aux distributeurs de prévenir et de gérer les conflits d'intérêts potentiels** liés à la perception d'commissions.

En vertu des réponses fournies, les distributeurs en France, en Italie et en Espagne ont largement mis en œuvre différentes mesures pour se conformer aux exigences susmentionnées, comme par exemple :

- la divulgation des coûts et des frais *ex ante* et périodiquement *ex post* aux clients, y compris les commissions perçues ou payées, qui doivent apparaître séparément ;
- la mention aux clients si le conseil en investissement est donné sur une base indépendante ou non ;
- la mise en œuvre de politiques et de contrôles clairs sur les commissions perçues des producteurs, y compris les cadeaux et les invitations ;
- l'évaluation des produits des producteurs et de leurs marchés cibles respectifs en fonction des exigences de gouvernance des produits et dans le cadre de comités de gouvernance des produits formellement constitués ;
- l'adoption de politiques de rémunération qui n'entravent pas le devoir de l'intermédiaire d'agir dans le meilleur intérêt du client.

En outre, afin de gérer les conflits d'intérêts, les distributeurs ont également mis en place les mesures suivantes, conformément aux dispositions de la directive MIF II :

- la rémunération des agents commerciaux n'est plus directement liée au nombre ou au volume d'instruments financiers distribués aux clients, car elle dépend désormais aussi de facteurs qualitatifs liés à la qualité des ventes ; et
- lors de la recommandation d'un instrument financier, l'évaluation doit tenir compte des produits alternatifs en ce qui concerne leur complexité et leurs coûts.

En Italie, les données montrent que tous les répondants ont non seulement mis en œuvre une politique spécifique relative à la supervision de la rémunération perçue des producteurs, mais aussi des mesures supplémentaires visant à prévenir et gérer les conflits d'intérêts, telles que :

- la diligence raisonnable réalisée au début de la relation quant à la qualité du producteur ou de l'émetteur (90 % des répondants) ;
- le contrôle du niveau des rétrocessions perçues par les producteurs ou les émetteurs (80 % des répondants) ;
- la politique de rémunération de la force de vente couvrant le risque d'incitation à la distribution des instruments financiers les plus rémunérateurs par les producteurs (75 % des répondants) ;
- une politique de marge interne visant à limiter le risque de marge excessive provenant de la distribution d'intermédiaires avec un écart (c'est-à-dire des produits structurés) (55 % des répondants).

Les intermédiaires ont adapté leurs processus de vente et leurs politiques de rémunération, mais ont également renforcé leur gouvernance interne afin de mieux identifier et gérer les conflits d'intérêts potentiels et d'améliorer la transparence vis-à-vis de leurs clients en termes de coûts.

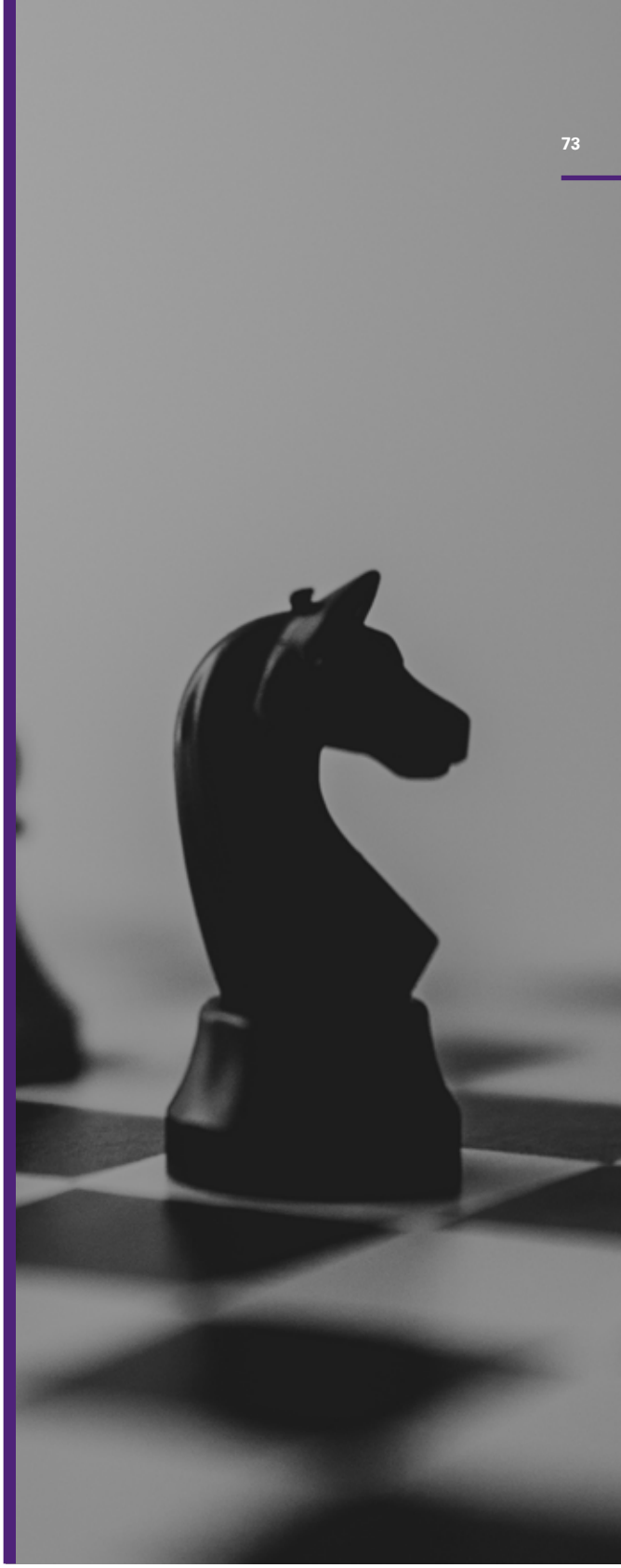
[45] Article 11 de la directive déléguée MIF II (UE) 593/2017.

7.2 La nécessaire prise en compte de toute retombée négative découlant d'une interdiction des commissions

Eu égard aux commissions et conflits d'intérêts, il est important de souligner la nécessité de prendre en considération les effets secondaires potentiels pour les autres services et la protection des clients.

Par exemple, les implications potentielles doivent être évaluées lorsqu'une entreprise d'investissement agissant en tant qu'agent de placement fournit également des services d'investissement aux investisseurs de détail qui achètent l'instrument financier qu'elle place. Dans ce contexte, il convient de convenir que les commissions perçues par l'entreprise d'investissement directement de l'émetteur/du producteur de l'instrument financier sont des paiements reçus par l'intermédiaire de la part d'un client en contrepartie de la fourniture d'un service.

En ce qui concerne ces paiements spécifiques, les règles relatives aux conflits d'intérêts s'appliqueront, y compris la nécessité d'identifier et de gérer les conflits potentiels entre les intérêts de différents groupes d'émetteurs ou de fabricants ou les intérêts résultant des activités que l'entreprise exerce. En outre, la directive MIF II a étendu ces règles à l'identification, la gestion et la divulgation des conflits d'intérêts, dans le but d'établir un cadre réglementaire européen commun qui renforce les règles de conduite applicables à la fourniture de services de prise ferme et de placement. Plus précisément, l'article 38 du règlement délégué (UE) 2017/565 stipule que les entreprises d'investissement fournissant des services d'exécution et de recherche et exerçant des activités de prise ferme et de placement doivent s'assurer que des contrôles adéquats sont en place pour gérer tout possible



conflit d'intérêts survenant entre ces activités et entre leurs différents clients recevant ces services.

L'esprit de la directive MIF II, lorsqu'il a été approuvé il y a 7 ans, n'était pas de limiter ou de lutter contre le **développement de l'Union des marchés de capitaux (« UMC »)** en diminuant la fourniture de services de prise ferme et de placement ou de limiter la capacité des intermédiaires à fournir ces services et tous les autres services d'investissement.

L'intention était plutôt de renforcer les exigences de transparence et de gestion des conflits d'intérêts et de protéger également les intérêts de l'émetteur/ du fabricant ainsi que ceux du client investisseur. En conséquence, les règles de conflit d'intérêts doivent s'appliquer lorsque l'intermédiaire propose à son client les instruments financiers qu'il distribue pour le compte des émetteurs et des producteurs. Ce conflit d'intérêts, qui découle de la prestation simultanée de plusieurs services d'investissement, existe dans tout service que l'intermédiaire fournit à son client, qu'il s'agisse d'un service d'exécution et/ou d'un service de conseil en investissement (sur une base indépendante ou non).

Si les frais payés par les émetteurs/producteurs aux intermédiaires relativement aux émissions d'instruments financiers devaient être traités comme des commissions lorsque l'agent de placement fournit des services d'investissement à ses clients de détail ou professionnels concernant le même instrument financier, alors si les commissions devaient être interdites, l'agent de placement rémunéré par l'émetteur/producteur pour la souscription et/ou le ou les services de placement offerts n'aurait plus l'autorisation de vendre des produits financiers à ses clients, à l'exception des contreparties éligibles.

Cela aurait pour conséquence soit i) que les clients de détail et professionnels n'auraient pas accès aux instruments financiers, ce qui réduirait le type de produits auxquels ils peuvent avoir accès et ne serait donc pas dans leur intérêt, soit ii) que les clients de détail et professionnels devraient acheter les instruments financiers à d'autres contreparties éligibles que l'agent de placement. Comme ce vendeur devra être rémunéré séparément (c'est-à-dire en plus de la commission de placement perçue par l'agent de placement) pour les conseils en investissement et/ou le service d'exécution fournis, cela augmenterait le coût total pour les clients.

En conclusion, il est clair que ces résultats imprévus d'une interdiction de l'incitation ne seraient pas dans le meilleur intérêt des investisseurs de détail et professionnels.

8.

Constats et conclusions

Passée la barre des 100 000 EUR de patrimoine, les deux modèles présentent des niveaux de coûts similaires pour les investisseurs de détail. Le CTD supporté par les investisseurs n'est pas fonction du mode de rémunération de l'intermédiaire (commissions ou frais).

Lorsque l'on compare les deux modèles de rémunération (selon qu'il soit fondé sur les commissions ou sur les frais) à l'appui du Coût total de détention (« CTD »), les données présentées dans les sections précédentes ont confirmé que **les deux modèles offraient un éventail de CTD comparables pour les investisseurs de détail.** En outre, lorsque les montants investis sont faibles, le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet de fournir un service que l'autre modèle ne fournit pas. De surcroît, les réglementations fiscales applicables (p. ex. la TVA) varient selon les modèles, ce qui pourrait entraîner des coûts plus élevés dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais.

En France, en Italie et en Espagne, le CTD moyen est inférieur aux coûts appliqués au Royaume-Uni pour tous les types de produits et s'avère en réalité très proche de celui des Pays-Bas, **malgré la grande différence des seuils d'investissement entre les deux pays, lesquels éloignent la majorité des investisseurs de détail du marché des prestations de conseil en investissement.**

	Montant de l'investissement	Pays	Fonds investis en actions	Fonds mixtes	Fonds obligataires	Produits structurés de détail
CTD annuel moyen pour une période de détention de l'investissement de cinq ans par des investisseurs de détail (données de 2020)	**10 000 EUR**	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		NL	Le client ne peut pas bénéficier de ce service			
		R.-U.				
	100 000 EUR	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		NL	Le client ne peut pas bénéficier de ce service			
		R.-U.	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %
	500 000 EUR	FR, IT et ES	2,04 %	1,65 %	1,15 %	0,58 %
		NL	1,93 %	1,58 %	1,58 %	0,41 %
		R.-U.	2,51 %	2,08 %	2,23 %	1,04 %

Illustration 26 : CTD annuel moyen pour une période de détention de l'investissement de cinq ans par des investisseurs de détail (données de 2020).

Lorsque les commissions sont proscrites, aucune prestation de conseil en investissement n'est fournie aux investisseurs de détail dont le patrimoine financier n'atteint pas la barre des 100 000 EUR, faisant ainsi apparaître des inégalités dans l'accès auxdites prestations et autres services.

L'interdiction des commissions a restreint l'accès de la majeure partie des investisseurs de détail aux prestations de conseil en investissement au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

Comme cela a été mentionné précédemment dans le rapport, au Royaume-Uni, un client disposant d'un montant à investir de 100 000 GBP maximum ne bénéfice d'aucune prestation de conseil en investissement, ou s'il en reçoit, celles-ci sont limitées[46]. Le constat est le même pour les Pays-Bas, où

[46] Ces chiffres ont été confirmés par l'étude menée par Investment Trends en 2021, où l'on peut lire que la proportion d'investisseurs détenant moins de 100 000 GBP est passée de 57 % en 2013 à moins de 30 % en 2021. Source : Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juillet 2021.

les investisseurs de détail issus du grand public n'accèdent pas à ces prestations - ou y accèdent de manière limitée - étant donné que les grandes banques néerlandaises ne proposent une offre qu'à partir du seuil de 500 000 EUR.

Dans ces pays, depuis l'introduction de l'interdiction des commissions, nous avons assisté à un important recul de l'offre de conseil en investissement aux investisseurs de détail issus du grand public, ce que plusieurs études et rapports confirment. En outre, l'interdiction des commissions a donné lieu à des conseils automatisés, connus sous le nom de « robots-conseils ».

Contrairement au modèle de rémunération fondé sur les frais, le modèle de rémunération fondé sur les commissions permet à tous les clients, y compris les moins fortunés, de bénéficier de prestations de conseil en investissement à un coût raisonnable. De plus, dans ce cas, les clients ne supportent le coût implicite des prestations de conseil en investissement que si la prestation de conseil aboutit à la conclusion effective d'une transaction, ce qui rejoint les préférences exprimées par de nombreux investisseurs de détail interrogés par Investment Trends en 2021[47].

Par conséquent, une interdiction de percevoir des commissions priverait non seulement les intermédiaires, et par leur truchement, les investisseurs, du choix entre les deux modèles, mais elle exclurait également une grande partie des investisseurs européens de l'accès aux prestations de conseil en investissement, puisque la moitié de la population de la zone euro détient un patrimoine financier inférieur à 10 300 EUR. En outre, pour les investisseurs éligibles à la fourniture de prestations de conseil en investissement, rien ne prouve que cela leur coûterait moins cher que dans le modèle actuel.

L'interdiction des commissions entraîne un risque que les investisseurs de détail ne puissent pas accéder aux précieux services et outils que les intermédiaires ont mis en œuvre pour améliorer la qualité de leurs services d'investissement.

L'interdiction de percevoir des commissions priverait non seulement les intermédiaires, et par leur truchement, les investisseurs, du choix entre les deux modèles de coûts tels qu'ils existent aujourd'hui, mais **elle exclurait également une grande partie des investisseurs européens de l'accès aux prestations de conseil en investissement et/ou aux protections supplémentaires accordées par les services à valeur ajoutée qu'ils reçoivent** de la part des distributeurs en vertu des exigences d'amélioration de la qualité de service.

Parmi les améliorations dont bénéficient les investisseurs figurent notamment (i) les évaluations d'adéquation annuelles, (ii) les suggestions d'optimisations d'allocation des actifs selon les profils clients, (iii) l'accès guidé à des instruments financiers plus sophistiqués, (iv) des outils supplémentaires pour la prise de décisions d'investissement (notamment les outils d'information en ligne et les outils de comparaison), (v) les solutions multicanales, et même (vi) les programmes et contenus interactifs visant à développer la culture financière.

Dans le cadre réglementaire MIF II, le modèle de rémunération fondé sur les commissions aboutit à une amélioration de la qualité du service. Par conséquent, si une transition vers le modèle de rémunération fondé sur les frais devait être opérée au moyen d'une interdiction des commissions, alors les investisseurs de détail – ou du moins ceux dont l'épargne est limitée – n'auraient plus accès aux services améliorés ou aux services supplémentaires dont ils bénéficient actuellement.

De plus, le nouveau cadre réglementaire européen renforçant la transparence des investissements ESG vis-à-vis des investisseurs de détail entend favoriser les investissements durables ainsi que les décisions d'investissement à moyen et long termes. À cet effet, la fourniture de conseil en investissement aux clients de détail s'avère être un outil clé. Des décisions telles qu'une interdiction totale des commissions pourrait restreindre la fourniture de ces prestations de conseil en investissement et compromettre l'objectif final qui consiste à promouvoir la transparence et les décisions éclairées des investisseurs de détail.

[47] Source : Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juillet 2021.
https://investmenttrends.com/wp-content/uploads/2021/11/EuropeAdviceAccessibilityReport.pdf

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions n'empêche pas l'accès aux produits de tiers.

Les intermédiaires ont tendance à proposer un catalogue étendu et diversifié d'instruments financiers à mettre à la disposition des clients, notamment les produits de tiers.

Dans notre échantillon, la proportion d'intermédiaires qui offrent de manière systématique une gamme de produits incluant **des produits de tiers se situe entre 65 % et 90 %** ; ce qui signifie en pratique qu'il s'agit d'une tendance consolidée et en essor.

Dans les pays recourant au modèle de rémunération fondé sur les commissions, **l'effort supplémentaire provenant de l'inclusion des produits de tiers dans le catalogue n'entraîne pas une augmentation du CTD.**

Pour prévenir et gérer tout conflit d'intérêts potentiel, les intermédiaires ont également mis en œuvre des systèmes solides qui vont même au-delà des exigences de la réglementation elle-même et garantissent la protection des investisseurs.

Les processus de vente ont été optimisés pour s'assurer que l'entreprise d'investissement respecte son obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle dans le meilleur intérêt de ses clients. Pour atteindre cet objectif, les entreprises identifient et gèrent les conflits d'intérêts potentiels de manière appropriée, garantissent la transparence en communiquant les informations sur les coûts et les commissions au client, établissent des politiques de rémunération claires et renforcent leur cadre de gouvernance interne.

La réglementation européenne ne devrait pas restreindre la liberté des investisseurs de détail d'opérer des choix conformes à leurs préférences. Une interdiction des commissions marquerait une transition des prestations de conseil en investissement vers un modèle de rémunération fondé sur les frais dans des pays où le profil des investisseurs de détail est très différent et où les effets de ce modèle dans la pratique compromettraient les améliorations réalisées jusqu'à présent en matière de qualité de service, d'inclusion et d'accessibilité.

L'application d'une « approche unique » engendrerait des inégalités marquées dans l'accès aux prestations de conseil en investissement et aux services à valeur ajoutée, alors même que des études montrent que les **investisseurs y recourent, mais qu'ils sont peu disposés à payer des frais explicites pour les obtenir (ou éventuellement à condition que le service débouche sur une transaction réelle)**[48].

Avant d'envisager l'application d'un modèle unique au sein de l'Union européenne, une attention particulière devrait aussi être portée sur les **différences entre les patrimoines financiers détenus par les investisseurs particuliers en Europe, tant en termes de niveau que de structure.** C'est non seulement des niveaux de patrimoine inférieurs qui devraient pris en considération, mais aussi le poids plus important dans le patrimoine que représentent les liquidités.

[48] Source : Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juillet 2021. https://investmenttrends.com/wp-content/uploads/2021/11/EuropeAdviceAccessibilityReport.pdf

D'énormes apports de capitaux seront nécessaires pour financer la transition vers l'économie verte et l'économie numérique. L'Union des marchés des capitaux appelle les investisseurs de détail à participer à cette transition et à en tirer parti. La standardisation de l'approche en matière de modèle de rémunération pourrait empêcher certains citoyens d'accéder aux instruments financiers et nuire ainsi à cet objectif.

Le modèle de rémunération fondé sur les commissions peut contribuer à l'atteinte de cet objectif, car :

- **quel que soit le montant du patrimoine financier détenu par les investisseurs de détail,** il leur permet d'accéder aux instruments financiers, et ce à un coût raisonnable ;
- **il fournit des services améliorés ou supplémentaires** pour aider les clients à passer du statut d'épargnant à celui d'investisseur tout en les prémunissant de l'inflation ;
- **il fournit une assistance aux investisseurs de détail quant à leurs décisions d'investissement, tout en favorisant le développement de la culture financière.**

L'ensemble des effets connexes d'une interdiction des commissions doivent être abordés

Il est important de souligner que les effets secondaires potentiels d'une interdiction totale des commissions ne résident pas seulement dans les inégalités en matière de conseil et la baisse de qualité de service.

En effet, si les frais payés par les émetteurs/producteurs aux intermédiaires relativement aux émissions d'instruments financiers sont traités comme des commissions lorsque l'agent de placement fournit des services d'investissement à ses clients de détail ou professionnels concernant le même instrument financier, alors, dans le cas où les commissions devaient être interdites, l'agent de placement rémunéré par l'émetteur/producteur pour la souscription et/ou le ou les services de placement offerts n'aurait plus l'autorisation de vendre des produits financiers à ses clients, à l'exception des contreparties éligibles.

Il en résulte que les investisseurs de détail n'auraient plus accès à ces instruments financiers ou qu'ils devraient les acquérir par le biais d'une autre contrepartie éligible, ce qui entraînerait une augmentation des coûts à supporter.

Cela prouve que chacun des effets connexes potentiels doit être pris en compte avant de proposer quelque changement que ce soit en matière d'commissions.

9.

Annexes

Annexe 1. Aider les épargnants à devenir des investisseurs : que serait-il advenu si j'avais investi mes liquidités ?

L'un des principaux objectifs du programme de l'Union des marchés des capitaux (UMC) est d'accroître le niveau de participation des investisseurs de détail aux marchés des capitaux[49]. La réalisation de cet objectif devrait permettre aux entreprises européennes, et à l'économie européenne en général, de disposer de capitaux à long terme dont elles ont tant besoin et d'accélérer la transition écologique et numérique.

Néanmoins, la plupart des ménages européens n'épargnent pas directement en plaçant leurs fonds dans des instruments du marché des capitaux, ce qui est pourtant une étape nécessaire pour favoriser institutionnellement le passage du statut d'« épargnant » à celui d'« investisseur », en particulier lorsque les taux d'intérêt négatifs et les perspectives inflationnistes érodent le futur pouvoir d'achat promis aux tirelires des ménages et entament de ce fait les dépenses de consommation et les recettes fiscales des décennies à venir.

Bien qu'un large éventail de raisons explique ce risque (y compris l'aversion au risque ou le faible niveau de connaissances dans les domaines financiers), une raison pertinente se détache : la **méconnaissance des rendements potentiels générés par l'investissement dans des fonds** . De même, **l'accent mis par les parties prenantes de premier rang et les autorités sur l'impact négatif des coûts sur le rendement que les investisseurs de détail peuvent s'attendre à percevoir des produits d'investissement, sans en souligner les avantages, tend également à nuire à la confiance des consommateurs dans ces produits**, décourageant ce faisant les investisseurs de détail à s'engager sur la voie de la rentabilité.

Pour illustrer cet effet, nous nous référons au rapport de l'EFAMA intitulé « Perspective on the net performance of UCITS » (« Perspective sur la performance nette des OPCVM ») (juillet 2021)[50], qui montre comment une stratégie d'investissement adaptée peut contribuer à optimiser les perspectives d'épargne à long terme des particuliers, comme leur niveau de vie à la retraite, tout en contribuant aux objectifs de la CE en matière de transition écologique et numérique, avec la participation (et pour le bénéfice économique) d'un investisseur de détail ayant une perspective à long terme.

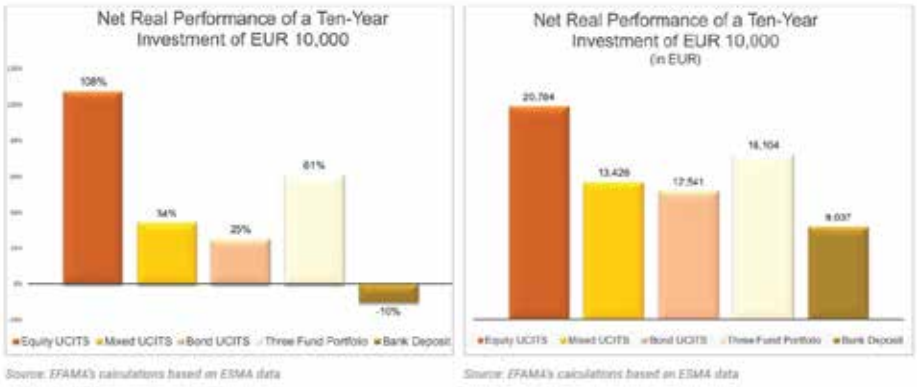


Illustration 27 : Performance réelle nette d'un investissement de 10 000 EUR sur dix ans.

[49] « Une participation accrue des investisseurs de détail permettra de diriger l'épargne à long terme vers les entreprises, ce qui améliorera leur accès au financement, accélérera la reprise économique et la transition écologique et numérique. » - Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions. *Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action.*

[50] https://www.efama.org/newsroom/news/market-insights-issue-5-perspective-net-performance-ucits

Annexe 2. Adoption des robots-conseillers, un constat mitigé

Une bonne option, mais insuffisante pour servir de socle autonome à tous les types d'investisseurs.

Dans un récent article publié par l'ESMA[51], une section consacrée au robot-conseiller a identifié certaines opportunités, telles que la réduction des coûts tant pour les investisseurs que les intermédiaires, l'amélioration de l'expérience du client ainsi que l'accès à davantage d'instruments financiers par un plus grand nombre d'investisseurs.

Cependant, la plupart des robots-conseillers sont conçus pour des personnes prenant leurs propres décisions. Les investisseurs dont le niveau de connaissances dans les domaines financiers est faible ou moyen, ou dont la situation financière est délicate ou complexe (par exemple ceux qui ont des besoins de liquidités spécifiques compte tenu de leur situation personnelle et familiale ou qui ont des besoins en matière de planification fiscale ou successorale) sont des profils qui bénéficieraient davantage de l'aide d'un conseiller humain.

En outre, étant donné que l'offre de produits des robots-conseillers est principalement basée sur les ETF, le besoin de conseils adaptés se fait sentir.

Degré d'intervention humaine : assistance technique au client ou frais supplémentaires pour un conseil humain.

Le fait que la plupart des robots-conseillers se concentrent sur la prestation de conseils d'investissement automatisés ne signifie pas qu'il n'y a pas de vraies personnes derrière le service, mais l'interaction humaine avec le client est axée sur l'assistance aux clients et non sur la prestation de conseils d'investissement en tant que service financier proprement dit. Par conséquent, ce personnel d'assistance aux clients n'est pas soumis aux exigences strictes de connaissances et de compétences requises par la directive MIF II pour les conseillers financiers. En effet, ces ressources doivent prendre les mesures nécessaires pour s'assurer qu'ils possèdent un niveau approprié de connaissances et de compétences relativement aux instruments financiers proposés et consacrer suffisamment de temps et de ressources pour acquérir ces connaissances et ces compétences, un processus soumis à des exigences européennes et nationales strictes en termes de qualifications, de formation, de procédures comprenant au moins un examen interne ou externe annuel du développement des compétences et de l'expérience des membres du personnel, de contrôles et de registres internes concernant les connaissances et les compétences du personnel fournissant des services pertinents aux clients, ainsi que des responsabilités.

Comme indiqué dans un récent rapport demandé par le Parlement européen[52], il existe parfois aussi la possibilité d'obtenir des conseils d'investissement automatisés en plus du service clientèle. Toutefois, il ne s'agirait pas là d'un robot-conseiller mais de conseil en investissement tout à fait ordinaire.

Une récente enquête menée par Investment Trends[53] montre que les investisseurs préfèrent largement l'automatisation, lorsqu'elle est associée à l'assistance humaine, au recours exclusif à un robot-conseiller. En effet, **seuls 4 à 11 % des investisseurs individuels ne recourraient qu'à des conseils numériques sans vouloir l'assistance d'un conseiller financier**.

En pratique, dans la grande majorité des robots-conseillers européens existants, le conseil assisté par un humain est rarement disponible, et lorsqu'il est proposé, il est facturé en supplément, avec des tarifs commençant à 150 EUR par heure[54].

Aux États-Unis, certains robots-conseillers proposent des modèles hybrides, au travers desquels les conseils humains sont mis à disposition numériquement par le biais d'un chat vidéo en ligne avec un conseiller financier humain. Ces modèles sont plus sophistiqués et demandent plus de travail, et leurs frais sont logiquement plus élevés.

Ce sujet a retenu l'attention de la Commission européenne, qui a consacré une section de sa Consultation à la stratégie des investisseurs de détail, un sujet sur lequel elle travaillera dans les mois à venir.

[51] *Call for evidence on retail client protection*, ESMA, octobre 2021, p. 14.

[52] Source : *Robo-advisors - How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, étude commandée par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON), datée de juin 2021.

[53] Source : Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juillet 2021. https://investmenttrends.com/wp-content/uploads/2021/11/EuropeAdviceAccessibilityReport.pdf.

[54] Source : *Robo-advisors - How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, étude commandée par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON), datée de juin 2021.

Taille du marché et propriétaires des robots-conseillers.

Aujourd'hui, le premier marché des robots-conseillers est celui des États-Unis, avec des actifs sous gestion représentant environ 680 milliards d'USD en 2020. Cela tient principalement au fait que les plus grandes sociétés d'investissement au monde sont toutes basées aux États-Unis et qu'elles ont toutes commencé à fournir des services de robots-conseillers au cours de la dernière décennie, donc plus tôt que nombre de leurs homologues européens. Le marché européen est d'une taille relativement modeste, avec des actifs sous gestion atteignant 108 milliards d'USD. Les plus grands marchés nationaux sont le Royaume-Uni (18 milliards d'USD), l'Italie (15 milliards d'USD), la France (13 milliards d'USD) et l'Allemagne (9 milliards d'USD)[55].

Focus : la SEC et les robots-conseillers

À l'occasion de la conférence annuelle Speaks organisée par la SEC (12 octobre 2021), Gary Gensler, son président, a axé son allocution d'ouverture sur l'utilisation croissante de l'analyse des données prédictives et de l'intelligence artificielle dans le secteur financier[56]. Il a exprimé son inquiétude en faisant observer que les plateformes financières numériques modernes, notamment les plateformes de négociation et les robots-conseillers, utilisent des algorithmes automatisés pour commercialiser et recommander différents produits financiers aux investisseurs. Le président estime que l'utilisation de ces technologies pour la prestation de conseil en investissement crée un conflit d'intérêts potentiel, notamment pour les plateformes de courtage, car les algorithmes sous-jacents ne seraient pas en mesure de dire si le conseil vise à optimiser la performance du portefeuille du client ou les revenus de la plateforme. En outre, le développement de ces outils pourrait constituer un défi d'ordre systémique vis-à-vis de la stabilité financière en induisant un comportement plus uniforme et interconnecté des participants au marché.

Lors de la même conférence, la division Application de la SEC a déclaré que[57] : « Bien qu'elle ait déjà pris des mesures d'exécution dans le domaine [des robots-conseillers], la Division continue d'observer des problèmes avec les sociétés de robots-conseillers. Ces problèmes comprennent les déclarations trompeuses concernant les historiques de la performance et les divulgations de conflits liées à l'incitation des sociétés de robots-conseillers à recommander des investissements propriétaires. »

[55] Source : *Robo-advisors - How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, étude commandée par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON), datée de juin 2021.
[56] Source : Conférence annuelle *Speaks* de la SEC, 12 octobre 2021, discours de Gary Gensler : https://www.sec.gov/news/speech/gensler-sec-speaks-2021-10-12.
[57] Source : Conférence annuelle *Speaks* de la SEC, 12 octobre 2021, dans *The National Law Review* : https://www.natlawreview.com/article/highlights-sec-speaks-2021-chaircommissioner-remarks-and-litigation-and-enforcement#:~:text=Friday%2C%20October%2015%2C%202021%20The%20U.S.%20Securities%20and,via%20Webex%20on%20October%2012%20and%2013%2C%202021.

Annexe 3. Évolution du marché des produits structurés de détail en France et au Royaume-Uni entre 2012 et 2020

Nous avons étudié les volumes et la diversité des produits structurés de détail achetés par les investisseurs sur les marchés français et britannique entre 2012 et 2020.

- Nous observons une diminution de 86 % de la demande des investisseurs au Royaume-Uni entre 2012 et 2020. Au cours de la même période, la demande des investisseurs français a augmenté de 67 %. Alors que les marchés français et britannique étaient de taille similaire jusqu'en 2012, la divergence du régime réglementaire causée par la réforme sur la distribution des produits financiers de détail britannique a entraîné une diminution du niveau des services et une réduction de la diversité des produits disponibles, ce qui pourrait expliquer le recul de la demande au Royaume-Uni.

- L'éventail de classes d'actifs et de dispositifs de protection du capital disponibles sur ces deux marchés pourrait être un potentiel catalyseur de la demande des investisseurs. Sur le marché français, les classes d'actifs et les niveaux de protection du capital sont plus nombreux et plus variés qu'au Royaume-Uni.

Notionnels vendus en milliards d'EUR (respectivement GBP) par pays

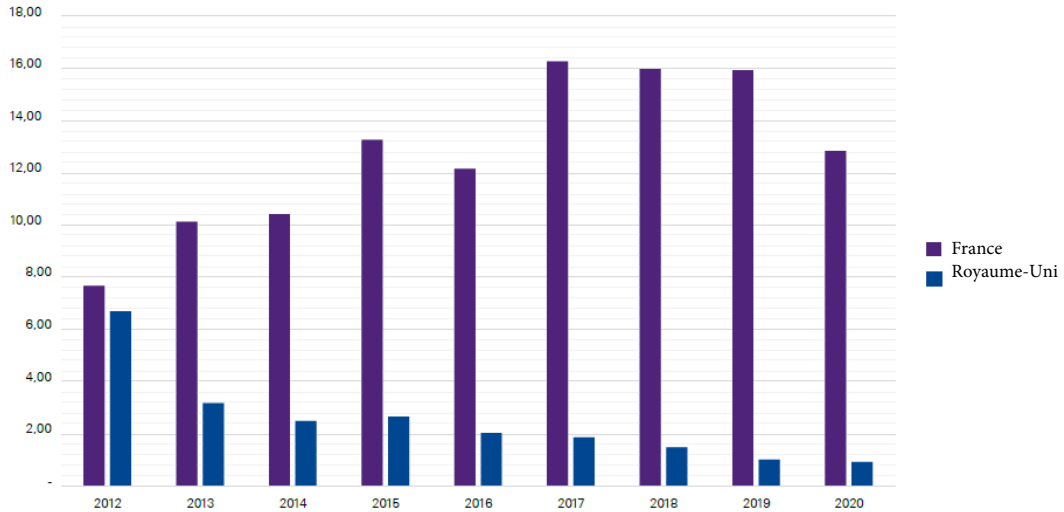


Illustration 28 : Notionnels vendus en milliards d'EUR (respectivement en GBP) par pays.
Source : StructuredRetailProducts.com.

[58] France, Italie, Espagne, Pays-Bas et Royaume-Uni.
[59] Le 31 décembre 2012, la Financial Services Authority (FSA, prédécesseur de la Financial Conduct Authority, la FCA) a lancé l'initiative *Retail Distribution Review* (« RDR »), un ensemble de règles et de réglementations visant à changer fondamentalement la manière dont les conseils financiers sont fournis au Royaume-Uni (y compris l'interdiction des commissions).

Diversité de l'offre de produits structurés de détail entre les pays

Royaume-Uni

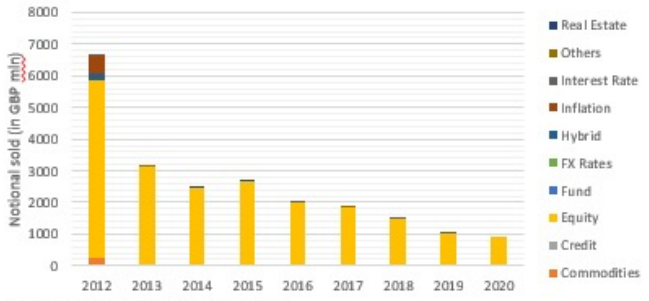


Illustration 29 : Notionnel vendu par classe d'actifs.
Source : StructuredRetailProducts.com.

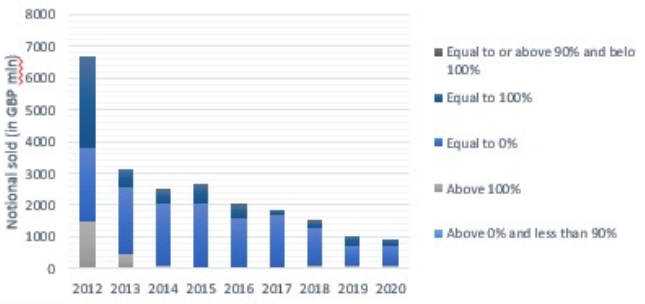


Illustration 30 : Notionnel vendu par niveau de protection du capital.
Source : StructuredRetailProducts.com.

France

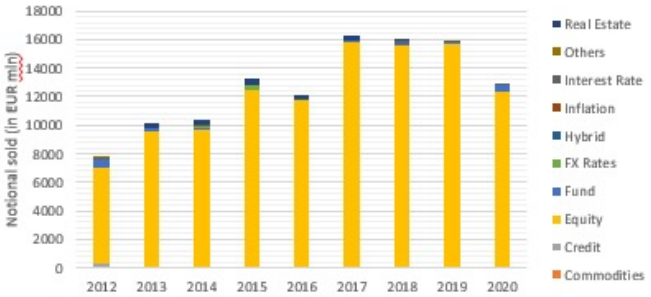


Illustration 31 : Notionnel vendu par classe d'actifs.
Source : StructuredRetailProducts.com.

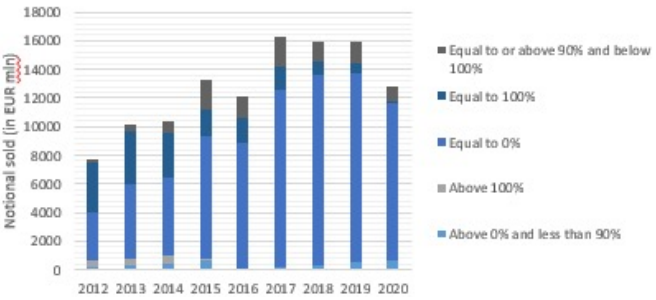


Illustration 32 : Notionnel vendu par niveau de protection du capital.
Source : StructuredRetailProducts.com.

L'éventail des classes d'actifs disponibles est plus large en France (9 classes d'actifs) qu'au Royaume-Uni, où la plupart des classes d'actifs, à l'exception des actions, sont difficilement disponibles depuis 2013. En effet, les produits liés aux actions ont représenté en moyenne 99,90 % des volumes de vente au Royaume-Uni au cours des 3 dernières années, la plupart des produits structurés de détail prenant l'indice FTSE 100 comme valeur de référence.

Au Royaume-Uni, la réduction de la diversité des classes d'actifs et la croissance de la catégorie « sans protection du capital », qui représente maintenant plus de 4 % des PSD au Royaume-Uni, pourraient s'expliquer comme des effets indésirables découlant de l'interdiction des commissions. En France, seulement 0,80 % des PSD ne sont pas assortis d'une protection du capital et plus de 80 % des produits possèdent une barrière de protection contre les replis, ce qui limite les risques par rapport à un investissement classique dans un indice boursier.

	R.-U.	France
Volumes vendus : variation en pourcentage entre 2012 et 2020	-86 %	+67 %
Classes d'actifs (moyenne des données 2018-2020)	Depuis 2013, la plupart des classes d'actifs sont difficilement disponibles. Les produits liés aux actions représentent 99,9 % des volumes	9 classes d'actifs
Niveaux de protection du capital (moyenne des données 2018-2020)	27 % avec 90 % ou 100 % de protection du capital 69 % avec une barrière de protection contre les replis 4,1 % sans protection du capital	13 % avec 90 % ou 100 % de protection du capital 83 % avec une barrière de protection contre les replis 0,8 % sans protection du capital

Illustration 33 : Aperçu récapitulatif du marché des produits structurés de détail en France et au Royaume-Uni. Source : StructuredRetailProducts.com.

Annexe 4. Méthodologie de recueil des données

Sources des données et collecte des données relatives aux fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions

Données recueillies

Les associations de chaque pays participant à la présente Étude, c'est-à-dire la France, l'Italie et l'Espagne, ont recueilli des données sur les coûts des produits ainsi que des informations sur les services d'investissement, les caractéristiques particulières étant respectivement détaillées ci-dessous.

• Du point de vue des produits : ce sont les données relatives aux coûts permettant d'évaluer le Coût total de détention des produits concernés et les taux de rétrocession correspondants payés aux distributeurs qui ont été recueillies. Elles incluent les frais d'entrée, les frais de sortie, les frais courants ainsi que les taux de rétrocession correspondants pour les produits considérés dans l'Étude. Les détails spécifiques relatifs à ces données sont expliqués ci-après.

Les données recueillies sont donc celles qui sont nécessaires à l'évaluation du Coût total de détention payé par les investisseurs et les taux de commissions versées aux distributeurs.

• Du point de vue des services : ce sont les informations concernant les services fournis aux investisseurs au titre de la distribution des produits faisant l'objet de la présente Étude qui ont été recueillies.

Comme cela a déjà été mentionné, ces données proviennent de questionnaires envoyés aux entités financières des pays participants à cette Étude ainsi que d'autres sources à la disposition du grand public. Les distributeurs devaient fournir :

- des données sur la distribution de fonds à travers les services d'exécution d'ordres pour le compte de clients, de RTO, de prestations de conseils non indépendants et de prestations de conseils indépendants, ainsi que le seuil à partir duquel un service est assuré (montant de seuil moyen à partir duquel chaque service est fourni au client) et le pourcentage de produits de tiers distribués.

- des données sur les mesures d'amélioration de la qualité mises en œuvre par les distributeurs en matière de services hors exécution d'ordres pour le compte de clients, de RTO, de prestations de conseils non indépendants et de prestations de conseils indépendants, ainsi qu'eu égard à la gestion des conflits d'intérêts.

Produits relevant du périmètre de l'Étude

Les fonds les plus représentatifs, selon le Rapport statistique annuel de l'ESMA consacré aux performances et aux coûts des produits d'investissement de détail de l'UE, intitulé *Annual Statistical Report on the Performance and Costs of EU Retail Investment Products*, publié en avril 2021, sont considérés dans la présente Étude :

les fonds considérés relèvent des trois types suivants : fonds investis en actions, fonds investis en obligations et fonds mixtes, tous distribués à des clients de détail individuels dans chaque pays (tels que définis par la directive MIF II, indépendamment du segment de marché auquel l'entité affecte chaque client individuel de détail) et compte tenu des fonds étrangers et nationaux autorisés à la distribution dans chaque pays, dès lors qu'ils impliquent une commission pour le distributeur.

Sans préjudice de ce qui précède, les considérations spécifiques applicables dans chaque pays ont été prises en compte :

- en Italie, il existe une autre catégorie de fonds prédominante dans le portefeuille d'investissement des ménages italiens : les fonds flexibles. Malgré leur pertinence sur le marché italien, les fonds flexibles sont exclus de l'analyse, car ils constituent une

caractéristique locale et ne concernent pas les autres pays participants ;

- en Espagne, les fonds garantis ou sécurisés ont été pris en compte dans le calcul du CTD des trois types de fonds analysés, étant donné la part qu'ils représentent sur le marché espagnol (principalement auprès des investisseurs de détail, qui sont au cœur de cette Étude). Cependant, les fonds garantis ne sont pas abordés dans une catégorie distincte, et ce, aux fins de pouvoir garantir la comparaison des données.

Période de collecte des données

Toutes les données recueillies dans l'Étude couvrent une période comprise entre 2019 et 2020.

La collecte des données relatives à la distribution des produits en France, en Italie et en Espagne se réfère à l'année 2020.

Sources des données sur les produits

Selon le pays, les sources utilisées par les entités financières pour fournir des données sur les produits peuvent varier. Des aspects spécifiques applicables dans chaque pays ont été pris en considération :

France

Pour chaque composante du calcul du Coût total de détention, la collecte de données s'appuie sur la source de données la plus pertinente et la plus réaliste reflétant les conditions du marché. Les données collectées proviennent de 2 canaux de distribution : les banques et les conseillers en investissements financiers (CGP/CIF). Les données provenant des banques ont été recueillies auprès des membres de la Fédération bancaire française (FBF). Les données relatives aux conseillers en investissements financiers (« CIF ») ont été extraites de la plateforme de conseillers financiers, Alpheys.

Les données recueillies pour chaque composante sont présentées par canal de distribution dans les sections suivantes :

- **Collecte de données pour le canal de distribution bancaire**

  Pour la collecte des données relatives au canal de distribution bancaire, la FBF a recueilli auprès de 6 grands groupes bancaires représentant 10 réseaux de banque de détail sur le marché français des données relatives aux comptes-titres ordinaires (« CTO ») et aux plans d'épargne en actions (« PEA »). Ces 6 grands groupes bancaires représentent plus de 94 % du produit net bancaire total du marché français.

  Les associations n'ont pris en compte que les conditions tarifaires applicables aux clients de la banque de détail. Ils ont recueilli des données sur les prix à travers une approche de données réelles se fondant sur les brochures tarifaires établies par les systèmes des banques. Ces conditions tarifaires sont déterminées au niveau de l'accord de distribution (banque et gestionnaire d'actifs) et non client par client.

  Les associations ont utilisé une moyenne arithmétique pour le calcul des frais d'entrée, des frais de sortie et des frais courants.

- **Collecte de données pour le canal de distribution des CIF**

  Les données relatives aux frais d'entrée, frais de sortie, frais courants ainsi qu'aux commissions en lien avec les distributeurs sont fournies par Alpheys, une plateforme de conseillers en investissements financiers représentant plus de 22 % des accords signés sur le marché français des conseillers en investissements financiers.

  S'agissant des frais d'entrée, les commissions aux distributeurs représentent 100 % des frais d'entrée. Les conseillers financiers ne facturent pas de frais de sortie au client.

  Les données recueillies sont basées sur les données fournies par les membres de la plateforme eu égard aux trois types de fonds considérés : fonds investis en actions, fonds obligataires et fonds mixtes. La plateforme a utilisé une moyenne pondérée sur le nombre d'abonnements.

Italie

La collecte de données a ciblé le canal de distribution bancaire et s'est notamment concentrée sur 20 banques, y compris celles qui opèrent avec des conseillers financiers/agents liés, à savoir la majorité de la distribution aux clients de détail en Italie.

Les données nécessaires à l'évaluation du Coût total de détention payé par les investisseurs et les taux de commissions versées aux distributeurs.

Les données relatives aux frais d'entrée et de sortie (exprimés en pourcentage du montant investi/désinvesti) qui ont été collectées font référence aux frais effectivement acquittés par les investisseurs, en ce sens que les remises/exonérations appliquées à certains clients ont été prises en compte.

Les données relatives aux frais courants qui ont été collectées reprennent les frais indiqués dans le DICI/fichier EMT (champ 07100). Elles font référence au coût d'exploitation total du fonds et excluent les coûts d'exécution, les coûts accessoires et les frais de transaction au titre de l'achat/la vente des actifs sous-jacents.

Afin d'évaluer le Coût total de détention, les données relatives aux frais supplémentaires payés par le client ont été collectées, notamment les frais d'exécution (c'est-à-dire les frais de courtage lors de l'achat et de la vente de parts de fonds).

Les données recueillies auprès des distributeurs ont été consolidées en calculant la moyenne pondérée du nombre de fonds distribués.

Compte tenu du nombre élevé de banques distributrices participantes, les sociétés de gestion d'actifs n'ont pas été impliquées dans la collecte des données et nous avons considéré que celles des banques étaient suffisantes pour les besoins de l'analyse.

Espagne

Les données ont été obtenues auprès des entités financières les plus représentatives, compte dûment tenu des gestionnaires d'actifs et des distributeurs (en ce compris les banques, les caisses d'épargne et les banques coopératives).

Les associations espagnoles concernées ont recueilli, entre autres données, des données sur le Coût total de détention auprès des entités financières suivantes qui en sont membres, lesquelles représentent la majorité de la distribution aux clients de détail en Espagne :

- 19 gestionnaires d'actifs de fonds domiciliés en Espagne ;
- 3 plateformes de fonds distribuant des fonds en Espagne ;
- 12 banques et caisses d'épargne et 32 banques coopératives.

Les conseillers en investissement financier en Espagne (en tant que catégorie unique de société financière, qui sont des « EAF » [pour *Empresas de Asesoramiento Financiero*] en vertu de la réglementation espagnole) représentent une faible part de marché (le montant des actifs sous conseil a diminué de 44 %, selon les données de 2020). Par conséquent, aucune donnée n'a été recueillie auprès de ces derniers, étant donné leur manque de représentativité aux fins de cette Étude

Les données relatives aux frais d'entrée et de sortie (exprimés en pourcentage du montant investi/désinvesti), le cas échéant, qui ont été collectées font référence aux frais effectivement acquittés par les investisseurs.

Les données relatives aux frais courants ont été collectées auprès des producteurs. Elles font référence au coût d'exploitation total du fonds et excluent les coûts d'exécution, les coûts accessoires et les coûts de transaction au titre de l'achat/la vente des actifs sous-jacents.

Les données recueillies auprès des entités espagnoles visant à exposer le Coût total de détention sont agrégées en appliquant une moyenne pondérée. La moyenne est calculée en attribuant l'encours pondéré de l'entité (comme la proportion de l'encours total de l'ensemble des entités communiquant des données aux fins de l'Étude). Cette méthodologie nous permet d'agréger les données en tenant compte de la part que représentent ces entités sur le marché espagnol.

Sources des données et collecte des données relatives aux fonds dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais

Royaume-Uni

Les données relatives aux frais de conseil présentées dans notre Étude proviennent du rapport 2020 de la FCA concernant les frais de conseil (frais d'entrée et frais courants).

Les données relatives aux frais d'entrée des fonds tels que les frais d'entrée, les frais de sortie et les frais courants sont extraites des DICI de 28 fonds représentatifs du marché (domiciliés au Royaume-Uni et agréés par la FCA).

Selon les statistiques de janvier 2021 publiées par l'Investment Association, le total de l'encours sous gestion des sociétés en charge de la gestion des fonds sélectionnés représente plus de 52 % du marché des fonds domiciliés au Royaume-Uni et agréés par la FCA, sous la forme d'équivalents OPCVM et de fonds de détail non coordonnés représentant plus de 770 milliards GBP (897 milliards EUR).

En ce qui concerne les frais d'exécution, il est à noter que les fonds ne facturent pas ce type de frais.

Pays-Bas

S'agissant des coûts des fonds , à l'instar des frais d'entrée, des frais de sortie et des frais courants, les données collectées sont issues des DICI de 31 fonds représentatifs.

Les données proviennent des trois plus grandes banques et d'un gestionnaire d'actifs représentant plus de 370 milliards EUR d'encours.

Sources des données et collecte des données relatives aux PSD

France, Espagne, Royaume-Uni et Pays-Bas

S'agissant des produits structurés de détail (PSD) en France, la source et la méthodologie utilisées sont les mêmes que celles employées pour le Royaume-Uni et les Pays-Bas eu égard aux frais d'acquisition et à l'échéance moyenne des produits.

Nous avons recueilli des données auprès de RegXchange[60], une plateforme paneuropéenne sur laquelle 25 émetteurs publient les données et la documentation requises en vertu du règlement PRIIP et de la directive MIF II.

Les émetteurs communiquent les coûts liés aux produits aux distributeurs et aux fournisseurs de données par l'intermédiaire de RegXchange, conformément aux exigences de MIF II, en utilisant le format *European MIF Template* (« EMT ») de FinDatEx[61].

Les données relatives à l'ensemble des PSD analysés dans le cadre de cette Étude ont été publiées sur RegXchange par ses membres participants.

Les données relatives aux PSD qui ont été publiées en 2019 et 2020 sont incluses et tiennent compte des informations initiales fournies à RegXchange par les initiateurs.

Le rapport est basé sur les champs des fichiers EMT, avec un accent particulier sur les champs des fichiers EMT V3 :

- « 07100_Financial_Instrument_Gross_Ongoing_Costs » ou son équivalent EMT V2 ou V1 ; et
- « 07020_Gross_One-off_Cost_Financial_Instrument_Maximum_Entry_Cost_Non_Acquired » ou son équivalent EMT V2 ou V1.

Seuls les produits d'investissement, tels que définis par l'EUSIPA, ont été examinés dans ce rapport. Les produits à effet de levier ont été exclus de l'analyse.

Les chiffres présentés sont une moyenne simple par code ISIN.

La couverture de l'étude RegXchange de 2019 et 2020 représente plus de 70 % des produits structurés de détail sur le marché français.

Concernant la France, nous avons collecté les données relatives aux commissions versées aux distributeurs en lien avec les PSD auprès des quatre principales banques françaises par l'intermédiaire de la Fédération bancaire française (FBF), en suivant une approche *ex ante*.

Concernant la France et l'Espagne, nous avons calculé les commissions versées aux distributeurs sur la base de la commission moyenne versée par les initiateurs à ces derniers.

Seules les commissions versées aux distributeurs tiers sont concernées. À cette fin, les distributions internes au sein de la même entité juridique – lorsque l'initiateur et le distributeur appartiennent à la même entité juridique – ont été exclues du périmètre de cette analyse.

Il convient de noter qu'aucuns frais de conseil supplémentaire ne sont facturés en sus du prix d'émission des PSD en France et en Espagne, car ils y sont déjà intégrés.

Italie

La collecte de données s'est focalisée sur 20 banques, y compris celles opérant avec

[60] https://www.regxchange.com/landing#/
[61] https://findatex.eu/

des conseillers en investissements financiers/ agents liés, qui représentent plus de 50 % des PSD distribués en Italie en 2020. Les données relatives aux coûts pertinents permettant d'évaluer le Coût total de détention des PSD, ainsi que les taux de commission pertinents versés aux distributeurs, ont été collectés[xx].

Les PSD considérés dans la collecte de données sont les produits distribués sur le marché primaire (placement) ; les PSD distribués uniquement sur le marché secondaire ont été exclus, car aucune commission n'est appliquée via ce canal.

Dans le cas des PSD placés auprès de clients de détail et professionnels, seules les statistiques relatives aux clients de détail individuels ont été collectées.

Toutes les données ont été collectées en référence aux années 2019 et 2020 (séparément).

Données portant sur les frais et commissions versés aux distributeurs

Il a été demandé aux distributeurs de fournir les données nécessaires pour évaluer le Coût total de détention payé par les investisseurs et les commissions rétrocédées aux distributeurs.

Les données relatives aux frais d'entrée ponctuels bruts (c'est-à-dire : cours vendeur - juste valeur) ont été collectées comme indiqué dans le fichier EMT (champ 07020 « Gross_One off_Cost_ Financial_Instrument_Maximum_Entry_Cost_ Non_Acquired » ou son équivalent EMT V2 ou V1). Les banques ont également indiqué le pourcentage des frais ponctuels bruts répercuté sur les distributeurs.

Afin d'évaluer le Coût total de détention, nous avons également recueilli l'échéance moyenne des PSD.

Toutes les données ci-dessus ont été fournies sous forme de moyenne arithmétique.

Enfin, les banques étaient également tenues de communiquer le montant notionnel émis, dans le but de calculer les frais et les conditions des produits structurés pondérés par le notionnel émis.

Sources des données et collecte des données relatives aux ETF

Les données relatives aux ETF inhérentes aux frais courants et aux frais d'exécution proviennent du Rapport final 2018 de la Commission européenne sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail dans l'Union européenne (*European Commission Final Report on Distribution systems of retail investment products across the European Union*)[62]. L'écart cours acheteur/ cours vendeur est fourni par l'Association française de la gestion financière (AFG).

Frais d'exécution et frais courants

Dans le rapport 2018 susmentionné, les frais d'exécution sont définis comme les frais facturés par un intermédiaire (p. ex. une plateforme ou un internalisateur systématique) pour chaque transaction exécutée par l'investisseur, sous la forme d'un pourcentage du montant investi.

Le rapport susmentionné présente une moyenne des frais courants médians de 0,43 % et des frais d'exécution moyens de 0,83 % pour la France, l'Italie et l'Espagne.

Écart cours acheteur/cours vendeur

Pour les besoins de la présente Étude, nous avons utilisé des données existantes pour déterminer l'écart sur les ETF, car il n'existe pas de données publiques disponibles par pays.

Nous nous sommes appuyés sur le processus mis en place en France, par l'AFG et ses membres, eu égard à la période de transition de la mise en œuvre de la directive MIF II, afin de déterminer les coûts de transaction implicites sur la base de la nouvelle méthodologie PRIIPS, appelée le « demi-écart ».

La valeur estimative représentative des coûts de transaction est mise à la disposition des gestionnaires d'actifs sur le site Internet d'AFG sur une base mensuelle. L'AMF a également accès à ces données.

Afin de déterminer l'indicateur des coûts de transaction implicites, l'AFG utilise l'écart des ETF comme base et collecte donc les écarts cours acheteur/cours vendeur chaque mois sur un univers sélectionné d'ETF.

[xx] Concernant l'Italie, la couverture des données de RegXchange n'était pas adéquate en termes de PSD distribués.
[62] https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf

Les ETF vis-à-vis desquels les données sont collectées :

- sont représentatifs des classes d'actifs les plus importantes des principaux émetteurs de l'UE ;

- sont ceux avec les encours sous gestion les plus importants ;

- et sont les ETF les plus liquides dans lesquels les investisseurs de détail peuvent investir dans l'Union européenne et au Royaume-Uni.

Nous avons exclu les ETF du marché monétaire qui ne sont pas considérés comme représentatifs du portefeuille de base d'un investisseur de détail.

Les écarts collectés et calculés se réfèrent à des transactions de détail et institutionnelles qui pourraient être sous-estimées pour les investisseurs de détail. Pour 2020, l'écart moyen calculé est de 13,5 pb.

Selon les données publiques disponibles en Italie (c'est-à-dire l'analyse des écarts – Borsa Italiana), l'écart de l'ETF 2020 varie entre 13 et 15 pb en fonction du volume d'investissement (c'est-à-dire entre 5 000 et 25 000 EUR). Compte tenu du fait que ces données sont similaires à l'écart moyen des ETF calculé avec les données de l'AFG en 2020, et que le catalogue des ETF est accessible dans différentes juridictions en Europe, nous avons considéré que le même écart moyen des ETF pouvait être utilisé à des fins de calcul dans d'autres juridictions dans le cadre de la présente Étude.

Lexique

- **Frais d'acquisition** (pour les produits structurés de détail) : désignent les frais d'entrée ponctuels bruts (c'est-à-dire la différence entre le cours acheteur et la juste valeur).
- **Honoraires de conseil :** montant en numéraire payé par l'investisseur de détail à son prestataire de services d'investissement (banque ou conseiller en investissements financiers) au titre de la fourniture de conseil en investissement ; les frais sont exprimés en pourcentage de la valeur des actifs sous conseil.
- **Durée de vie moyenne** (pour les produits structurés de détail) : la durée de vie moyenne exprimée en années, qui représente la période moyenne de détention recommandée (PDR).
- **Écarts cours acheteur/cours vendeur des ETF :** les producteurs d'ETF proposent à la vente des parts d'ETF à un prix donné (le cours vendeur) et proposent à l'achat des parts d'ETF à un prix donné (le cours acheteur). Lorsqu'un investisseur initie une transaction, il accepte l'un de ces deux prix selon qu'il souhaite acheter le titre (cours acheteur) ou le vendre (cours vendeur). L'écart cours acheteur/cours vendeur représente la différence entre le prix le plus élevé qu'un acheteur est disposé à payer pour un actif et le prix le plus bas qu'un vendeur est enclin à accepter.
- **Commissions versées aux distributeurs :** montant en numéraire perçu par les distributeurs de la part des fabricants sur le prix des instruments financiers en rémunération de la distribution et des services d'investissement connexes fournis aux investisseurs. Ces commissions sont généralement exprimées en pourcentage du prix des instruments financiers.
- **Frais de conseil en investissement :** montant payé par l'investisseur au distributeur au titre de la fourniture de conseil en investissement. Ce montant peut être payé directement par l'investisseur (dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les frais) ou indirectement via une commission versée par le fabricant d'un instrument financier sur la base du montant investi dans ce dernier par un client (dans le cadre du modèle de rémunération fondé sur les commissions).
- **EMT :** acronyme pour *European MIF II Template*, à savoir le format convenu entre les fabricants et les distributeurs d'instruments financiers afin d'échanger des informations relatives aux marchés cibles et aux frais des instruments financiers.
- **Frais d'entrée**[63] **:** frais uniques prélevés par un fabricant lors de la souscription à un fonds.
- **Frais d'exécution :** frais facturés par les intermédiaires (tels que les banques) pour chaque transaction exécutée par l'investisseur, sous la forme d'un pourcentage du montant investi par leur intermédiaire. Ces frais s'appliquent aux instruments financiers cotés, ETF compris.
- **ETF :** fonds négociés en Bourse
- **Services d'exécution :** se réfèrent aux deux services d'investissement que sont l'exécution d'ordres pour le compte de clients ainsi que la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers **(RTO)**.
- **Frais de sortie**[64] **:** frais uniques prélevés par un fabricant lors du rachat de parts d'un fonds.
- **Commissions :** tout montant en numéraire acquitté ou perçu, ou tout avantage non monétaire fourni ou reçu, par des entreprises d'investissement en lien avec la fourniture au client d'un service d'investissement ou d'un service auxiliaire.
- **Frais courants**[65] **:** tous les coûts et frais courants payés aux entreprises d'investissement pour les services qu'elles fournissent au client.
- **MIF II :** directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
- **PDR** (pour les produits structurés de détail) : période de détention recommandée.
- **PSD :** produits structurés de détail.
- **RTO :** réception et transmission d'ordres en lien avec un ou plusieurs instruments financiers.
- **Coût total de détention :** représente la somme du coût des produits et des coûts des services connexes à l'investissement d'un instrument financier pour un investisseur de détail.

[63] Définition extraite du rapport final 2018 de la Commission européenne sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail dans l'Union européenne (*European Commission Final Report on Distribution systems of retail investment products across the European Union*).
[64] Définition extraite du rapport final 2018 de la Commission européenne sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail dans l'Union européenne (*European Commission Final Report on Distribution systems of retail investment products across the European Union*).
[65] Définition extraite du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016, Annexe 2.

Liste des associations professionnelles

Pour réaliser cette Étude, KPMG s'est appuyée sur la connaissance du marché local en s'entretenant avec les associations de marché locales dans chaque pays visé par cette Étude, à savoir :

l'Investment Association au Royaume-Uni ;

l'Association néerlandaise de gestion de fonds et d'actifs (Dutch Fund and Asset Management Association – DUFAS) aux Pays-Bas ;

l'Association française de la gestion financière (AFG), la Fédération bancaire française (FBF), l'Association française des marchés financiers, (AMAFI), l'Association française des produits d'investissement de détail et de Bourse (AFPDB) et quatre associations de conseillers financiers (l'Association nationale des conseils financiers[ANACOFI], la Chambre nationale des conseils experts financiers [CCEF], la Chambre nationale des conseils en gestion de patrimoine [CNCGP] et la Compagnie des CGP), en France ;

l'Association espagnole des organismes de placement collectif et des fonds de pension (Asociación Española de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones [INVERCO]), l'Association bancaire espagnole (Asociación Española de Banca [AEB]), l'Association espagnole des caisses d'épargne (Confederación Española de Cajas de Ahorros [CECA]) et l'Union nationale des banques coopératives (Unión Nacional de Cooperativas de Crédito [UNACC]), en Espagne ;

la Fédération italienne des banques, des assurances et des finances (Federazione Banche Assicurazioni Finanza [FeBAF]), l'Association bancaire italienne (Associazione Bancaria Italiana [ABI]), l'Association italienne de gestion des investissements (ASSOGESTIONI), l'Association italienne des intermédiaires (Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti [ASSORETI]) et l'Association italienne des intermédiaires des marchés financiers (Associazione Intermediari Mercati Finanziari [ASSOSIM]), en Italie.

Bibliographie

- Rapport AFM/IPSOS, avril 2020
- AMF, *Étude sur les règles de profilage des clients des banques et l'appariement de ces profils avec les produits dans le cadre d'un service de conseil en investissement*, mai 2020
- Banque d'Italie, Rapport annuel, mai 2021
- Banque d'Italie, banques et institutions financières : structure territoriale, mars 2021
- CNMV, Rapport annuel 2020
- Communiqué de presse de la CNMV intitulé *Segunda actuación de supervisión de la CNMV mediante clientes simulados en oficinas bancarias* (mars 2021)
- Consob, *Report on financial investments of Italian households*, décembre 2020
- DUFAS (Dutch Fund and Asset Management Association) : *Discussion Note on the Dutch ban on inducements for investment firms*, janvier 2020, et note de la DUFAS *Survey Advisory Fees: Thresholds & advisory fees seven major Dutch Private*, février 2021 – À noter que ces deux notes ne sont pas publiques.
- EFAMA, *Perspective on the net performance of UCITS* (juillet 2021)
- FactBook 2021 de l'EFAMA
- ESMA, *Annual Statistical Report on Performance and Costs of EU Retail Investment Products*, avril 2021
- Banque centrale européenne, *The Household Finance and Consumption Survey Wave 2017*, mai 2021
- Commission européenne, *Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises–nouveau plan d'action* (septembre 2020)
- *European Commission Final Report on Distribution systems of retail investment products across the European Union*, avril 2018
- Appel à contribution de la FCA : *The Consumer Investments Market*, septembre 2020
- Rapport de la FCA : *Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review*, décembre 2020
- Fédération bancaire française (FBF), Datarama, *Le secteur bancaire français*, juillet 2021
- HM Treasury, Financial Conduct Authority, *London: Financial Advice Market Review. Final Report*, 2016, et
- INVERCO, Statistiques trimestrielles, mars 2021
- Investment Trends, *Europe Advice Accessibility Report*, juin 2021 ; https://investmenttrends.com/wp-content/uploads/2021/11/EuropeAdviceAccessibilityReport.pdf

- OICV, *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds - Consultation report*, juin 2013
- Morningstar, *European Fee Study*, décembre 2020
- RegXchange, *Investment Structured Products: An analysis of the total cost of ownership*, mars 2021
- *Robo-advisors - How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, demandé par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON), juin 2021
- *The changing shape of the consumer market for advice: Interim consumer research to inform the Financial Advice Market Review (FAMR)*, août 2018
- *The LangCat: "Serenity, Courage, Wisdom:" Disruption and innovation in retail investment pricing for the next five years*
- Sources externes supplémentaires :

Les frais initiaux de conseil sont souvent facturés sous la forme d'un montant forfaitaire, par exemple :

- 1 500 GBP, soit 1,5 % pour un investissement de 100 000 GBP. Source : https://www.thetimes.co.uk/money-mentor/article/financial-advice-cost/) ;

- 589 GBP, soit 2,94 % pour un investissement de 20 000 GBP. Source : https://www.which.co.uk/money/investing/financial-advice/how-much-financial-advice-costs-a1dwl4f8j8pf ;

- Une commission minimale de 3 000 GBP, soit 3 % pour un investissement de 100 000 GBP. Source : https://frazerjames.co.uk/how-much-does-a-financial-advisor-cost/ ;

- Une commission initiale de 2 577 GBP, soit 2,57 % pour un investissement de 100 000 GBP. Source : https://2021guide.vouchedfor.co.uk/cost-of-advice.

Les frais courants de conseil en investissement avoisinent généralement le taux effectif de 0,80 % :

- 0,81 %. Source : https://langcatfinancial.co.uk/wp-content/uploads/2021/01/Better.-Stronger.-Faster.pdf ;

- 0,79 %. Source : https://moneytothemasses.com/help-and-guidance/how-much-does-financial-advice-cost ;

- Entre 0,5 et 1,12 %. Source : https://2021guide.vouchedfor.co.uk/cost-of-advice.

Interlocuteurs clés

KPMG en France

Stéphane Salabert
Associé
ssalabert@kpmg.fr

Nicolas Clot
Associé
nclot@kpmg.fr

Mathieu Bruel
Responsable
mbruel@kpmg.fr

www.kpmg.fr

KPMG en Espagne

Francisco Uria Fernandez
Associé
furia@kpmg.es

Maria Pilar Galan Gavila
Associé
mariapilargalan@kpmg.es

Pablo Alonso Montes
Responsable
pabloalonso@kpmg.es

www.kpmg.es

KPMG en Italie

Giulio Dell'Amico
Associé
gdellamico@kpmg.it

Pietro Stovigliano
Partenaire associé
pstovigliano@kpmg.it

Mirko Ottonello
Responsable
mirkoottonello@kpmg.it

www.kpmg.it

Avertissements et droits d'auteur

KPMG a uniquement et exclusivement autorisé les Associations à publier le présent Rapport sur leurs sites Internet respectifs. KPMG n'a donné l'autorisation à aucune autre entité, société ou organisme, public ou privé, de reproduire, publier ou distribuer, en tout ou en partie, ce Rapport par ses propres moyens. KPMG n'est pas responsable de l'accès et/ou de l'utilisation des données et des informations contenues dans ce Rapport que toute personne pourrait faire suite à son accès à celui-ci.

Ce rapport a été commandé et payé par les associations du secteur financier et de l'industrie de la gestion d'actifs identifiées dans le rapport.

L'analyse a été menée selon le jugement professionnel et l'évaluation des faits de KPMG. KPMG n'a pas vérifié de manière indépendante les informations extraites de sources externes contenues dans le présent rapport et ne peut en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Certaines déclarations contenues dans ce Rapport sont basées sur une analyse interne de KPMG, qui implique certaines hypothèses et estimations. Ces analyses internes n'ont pas été vérifiées par une source indépendante et il n'y a aucune garantie que ces estimations ou hypothèses soient correctes.

Les informations contenues dans ce document sont à caractère général et ne prétendent pas s'appliquer à la situation d'une personne ou d'une entité en particulier. Même si nous mettons tout en œuvre pour fournir des informations exactes et à jour, nous ne pouvons garantir que ces informations reflètent la réalité à la date à laquelle elles sont reçues ou qu'elles continueront à la refléter à l'avenir. Il est recommandé de ne pas agir sur la base de ces informations sans avoir pris conseil auprès d'un professionnel après une analyse approfondie de la situation en question. KPMG S.A. est le cabinet membre de l'organisation mondiale KPMG, composée de cabinets membres indépendants affiliés à KPMG International Limited, une société privée de droit anglais sous la forme d'une société à responsabilité limitée par garanties.
KPMG International Limited et ses entités apparentées ne fournissent aucun service aux clients. Aucun cabinet membre n'a le pouvoir d'obliger ni de lier KPMG International Limited ou tout autre cabinet membre vis-à-vis de tiers, et KPMG International Limited n'a pas le pouvoir d'obliger ni de lier un cabinet membre.

© 2021 KPMG S.A., société à responsabilité limitée de droit français, membre de l'organisation mondiale KPMG constituée de cabinets membres indépendants affiliés à KPMG International Limited, société privée de droit anglais sous la forme d'une société à responsabilité limitée par garanties. Tous droits réservés. Le nom et le logo KPMG sont des marques commerciales utilisées sous licence par les cabinets indépendants membres de l'organisation mondiale KPMG.