

# Rétrocessions

## Un encadrement aux contours flous

ADOBE STOCK

Par de récentes décisions, la Commission des sanctions de l'AMF a imposé aux sociétés de gestion de justifier l'utilité des rétrocessions. L'absence de lignes directrices précises laisse place à des interprétations divergentes et à une mise en conformité à géométrie variable.

ENQUÊTE RÉALISÉE PAR  
**NESSIM BEN GHARBIA**

**A**ltaroc, Eternam, Novaxia : avec trois décisions successives rendues coup sur coup fin 2025, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a relancé les débats sur les rétrocessions comme mode de rémunération dans la distribution de produits financiers.

Si la problématique était jusque-là principalement abordée du point de vue des intermédiaires financiers, le régulateur a précisé, dans une jurisprudence inédite, que les prescriptions s'imposent également aux sociétés de gestion.

Un changement de paradigme analysé par Pascal Molinelli, *counsel*, du cabinet A&O Shearman Paris : « On observe un déplacement du centre de gravité des contrôles. Historiquement, les sanctions visaient plutôt les distributeurs. Désormais, l'AMF remonte jusqu'à la société de gestion, en tant que concep-

teur du produit et organisateur du réseau de distribution. »

### Refonte complète

Jusqu'ici épargnées, les sociétés de gestion se retrouvent donc en première ligne, avec des enjeux très importants qui touchent aux aspects opérationnels, juridiques et de gouvernance. « Très vite, nous avons compris que l'enjeu de la sanction de l'AMF dépassait une simple modification contractuelle de nos conventions de distribution, mais impliquait une refonte complète du modèle de commissionnement », estime Frédéric Stolar, *managing partner* d'Altaroc.

A minima, ils doivent revoir leur convention de distribution et renforcer le contrôle qu'ils exercent sur leurs distributeurs. « La responsabilité est étroitement liée à la capacité à démontrer qui fait quoi, souligne Delphine Marchand, *counsel* du cabinet A&O Shearman Paris. Les conventions de distribution doivent préciser les obligations



SUITE >>

essaie d'interpréter 'en creux' les décisions de l'AMF. Concrètement, cela signifie que les acteurs du marché observent ce que font leurs pairs, s'alignent sur les pratiques les plus prudentes et finissent par converger vers des standards informels. » Or ce mouvement de fond peut parfois conduire à des excès, poursuit le responsable d'Auris Gestion. « Certaines sociétés de gestion vont potentiellement trop loin, en mettant en place des dispositifs lourds, coûteux et intrusifs, sans savoir si cela correspond réellement aux attentes du régulateur, observe-t-il. D'autres peuvent, au contraire, rester en retrait et s'exposer davantage. »

### Flou réglementaire

A ce flou au niveau des preuves du contrôle s'ajoutent d'autres zones d'ombre touchant à la portée de la jurisprudence de l'AMF. Les trois décisions de la Commission des sanctions ont concerné des sociétés de gestion qui commercialisent des fonds alternatifs, de l'immobilier ou du *private equity*. Elles ont eu pour fondement légal l'article 24 de la directive AIFM, qui conditionne le versement des commissions à un tiers à la présentation de la preuve que le paiement de cette rémunération a bien vocation à améliorer la qualité du service fourni. A l'inverse, dans le modèle des OPCVM, la société de gestion, régie par la directive Ucits, n'est presque jamais en relation directe avec le client. Les fonds sont souvent détenus au porteur, via des

Altaroc a modifié son modèle de distribution de produits financiers et transforme son espace digital partenaire pour intégrer la dimension réglementaire

intermédiaires comme les banques ou les assureurs, lesquels sont responsables du respect des obligations réglementaires vis-à-vis des clients. Dans ce modèle, le rôle des sociétés de gestion consiste principalement à s'assurer que les assureurs ou les banques disposent bien de dispositifs conformes, et non à contrôler directement leurs propres réseaux. De manière résiduelle, la distribution des parts d'OPCVM passe en direct par des CIF.

La Place s'est demandé si les sociétés de gestion qui commercialisent des OPCVM étaient bien concernées par ces obligations de vérification. Selon nos informations, l'Association française de gestion d'actifs (AFG) a écrit à l'AMF ces dernières semaines pour solliciter des précisions. L'AFG a même plaidé, au sein de ce courrier, l'exclusion des sociétés de gestion qui gèrent des OPCVM de ces obligations de contrôle, au motif que l'assureur et la banque font écran à la relation entre société de gestion et distributeur. Dès lors, poursuit l'AFG, la vérification de l'amélioration du service rendu n'incombe pas à la société de gestion.

Une préoccupation partagée par Pascal Molinelli, chez AO Sherman. « Pour l'instant, l'accent est clairement mis sur les fonds alternatifs (AIFM) mais, juridiquement, on ne peut pas exclure une extension. Les textes OPCVM sont certes rédigés différemment, avec certaines subtilités, mais les principes sous-jacents, notamment sur les

rétrocessions, pourraient être appréhendés de façon comparable par l'AMF. Dans des réseaux de distribution classiques (hors assureurs agissant en compte propre), la question pourrait se poser dans des termes très proches », alerte-t-il.

« Ces décisions s'appliquent à l'ensemble des sociétés de gestion, qu'il s'agisse d'OPCVM ou de fonds d'investissement alternatifs. Bien que les assureurs et les établissements bancaires aient leurs propres obligations, celles-ci se recoupent avec les exigences rappelées par l'AMF », abonde de son côté Baptiste Gelpi, avocat associé chez Reed Smith.

### Pratiques hétérogènes

En dépit de ces multiples zones d'ombre, les sociétés de gestion se sont mises en ordre de marche pour se conformer à la jurisprudence de la Commission des sanctions. Epinglée par l'AMF, Altaroc a revu de fond en comble son modèle de distribution de produits financiers. La société de gestion distingue désormais la rémunération du conseil initial de celle afférente à l'accompagnement du client dans la durée.

En outre, la société de gestion, qui s'appête à lancer un nouveau fonds en avril, transforme son espace digital partenaire pour intégrer la dimension réglementaire. Cet espace comprend des onglets consacrés à la formation des distributeurs, d'autres imaginés pour accompagner la commercialisation de fonds, et enfin un espace dédié à la phase de vie du produit. Le distributeur disposera d'outils pour accompagner son client dans le temps, notamment en matière de compréhension des performances, d'évolution du portefeuille ou de pédagogie sur la stratégie d'investissement. « Au-delà de ces aspects, nous avons prévu un mécanisme qui permet de s'assurer que le client a bien reçu, de la part de son conseiller, les éléments correspondants, fait savoir Frédéric Stolar. Cela permet de



JEROME MUNDLER

« La responsabilité est étroitement liée à la capacité à démontrer qui fait quoi. Les conventions de distribution doivent préciser les obligations de chaque partie. »

DELPHINE MARCHAND, conseil du cabinet A&O Shearman Paris

► 10 April 2026

*sortir d'une logique où le distributeur déclare avoir fait son travail pour entrer dans une logique où l'on peut prouver que le service a effectivement été délivré.»*

Bien qu'elle commercialise essentiellement des OPCVM, Auris Gestion a également adapté ses contrôles sur les distributeurs. Alors qu'elle collecte depuis des années les attestations annuelles des CIF justifiant leur rémunération, en plus de questionnaires spécifiques sur l'amélioration du service rendu, la société de gestion procède désormais à des audits pour s'assurer du respect concret de cette notion par ses distributeurs

concernés. Réalisés par un auditeur externe, en lien avec le responsable de la conformité interne et du contrôle interne, ils reposent sur la collecte de pièces probantes (rapports d'adéquation, lettres de mission, documentation client).

La société de gestion a mis en place une procédure d'escalade en présence de distributeurs ne satisfaisant pas les standards requis par ces audits. Cette procédure implique un rappel à l'ordre, suivi d'une période de remédiation, qui peut aller jusqu'à la suspension des commissions, voire la résiliation de la relation.

De son côté, Candriam affirme veiller à ce que le versement des rétrocessions améliore la qualité du service fourni et soit réalisé dans l'intérêt des fonds qu'elle gère et de leurs investisseurs. « Nos conventions de distribution comportent une clause rappelant les dispositions légales applicables en matière de transparence et de divulgation des rétrocessions. Elles prévoient notamment l'engagement du distributeur d'informer le client de l'existence, de la nature et du montant de tout paiement ou avantage reçu », souligne à cet égard la société de gestion. ■