



**Décision n° 24-DCC-122 du 10 juin 2024
relative à la prise de contrôle exclusif de Primonial Ingénierie
Développement par Crystal**

L'Autorité de la concurrence,

Vu le dossier de notification adressé complet au service des concentrations le 7 mai 2024, relatif à la prise de contrôle exclusif de Primonial Ingénierie et Développement par Crystal, formalisée par une promesse d'achat en date du 2 février 2024 ;

Vu le livre IV du code de commerce relatif à la liberté des prix et de la concurrence, et notamment ses articles L. 430-1 à L. 430-7 ;

Vu les éléments complémentaires transmis par la partie notifiante au cours de l'instruction ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Adopte la décision suivante :

SOMMAIRE

I. LES ENTREPRISES CONCERNÉES ET L'OPÉRATION.....	3
II. DÉLIMITATION DES MARCHÉS PERTINENTS.....	4
A. MARCHÉ DE L'INTERMÉDIATION POUR LA FOURNITURE DE PRODUITS DE PLACEMENT POUR LES CONSEILLERS EN GESTION DE PATRIMOINE	4
1. MARCHÉS DE PRODUITS	4
2. MARCHÉ GÉOGRAPHIQUE.....	5
B. MARCHÉ DU CONSEIL EN GESTION DE PATRIMOINE	6
1. MARCHÉS DE PRODUITS	6
2. MARCHÉS GÉOGRAPHIQUES	7
III. ANALYSE CONCURRENTIELLE.....	7
A. ANALYSE DES EFFETS HORIZONTAUX	7
1. LE MARCHÉ DE L'INTERMÉDIATION POUR LA FOURNITURE DE PRODUITS DE PLACEMENT POUR LES CGP	8
2. LE MARCHÉ DU CONSEIL EN GESTION DE PATRIMOINE	8
B. ANALYSE DES EFFETS VERTICAUX.....	9
DÉCISION	10

I. Les entreprises concernées et l'opération

1. La société **Crystal** est principalement active dans le secteur de la gestion de patrimoine en France¹. Elle offre des services de conseil en gestion de patrimoine auprès de clients finaux et gère trois plateformes d'intermédiation fournissant des produits de placement aux conseillers en gestion de patrimoine. Elle est contrôlée par la société Seven2 et détenue par plusieurs fonds professionnels de capital investissement, gérés et conseillés par Seven2. Cette dernière est active principalement, par le biais des fonds dont elle assure la gestion, dans les secteurs des technologies et télécommunications, des biens de consommation, de la santé et des services.
2. Le groupe **Primonial Ingénierie et Développement** (« PID ») est actif dans le secteur de la gestion de patrimoine. PID propose tant des services à destination des clients finaux, notamment par le biais de la société Primonial Gestion Privée, que des services à destination des conseillers en gestion de patrimoine au travers de deux plateformes d'intermédiation. La société faîtière du groupe Primonial est la société Primonial Holding, détenue conjointement par Bridgepoint, Latour Capital, Sogécap ainsi que par le management.
3. L'opération envisagée, formalisée par une promesse d'achat en date du 2 février 2024, consiste en l'acquisition de l'intégralité du capital et des droits de vote de PID par Crystal. En ce qu'elle se traduit par la prise de contrôle exclusif par Crystal de PID, l'opération notifiée constitue une opération de concentration au sens de l'article L. 430-1 du code de commerce.
4. Les entreprises concernées réalisent ensemble un chiffre d'affaires total sur le plan mondial de plus de 150 millions d'euros (Seven2 : ≥ 150 millions] d'euros pour l'exercice clos le 31 décembre 2022 ; PID ≥ 150] millions d'euros pour l'exercice clos le 31 décembre 2022) et réalisent toutes les deux en France un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros (Seven2 : ≥ 50 millions] d'euros pour l'exercice clos le 31 décembre 2022 ; PID ≥ 50] millions d'euros pour l'exercice clos le 31 décembre 2022). Compte tenu de ces chiffres d'affaires, l'opération ne revêt pas une dimension européenne. En revanche, les seuils de contrôle mentionnés au I de l'article L. 430-2 du code de commerce sont franchis. Cette opération est donc soumise aux dispositions des articles L. 430- 3 et suivants du code de commerce relatifs à la concentration économique.

¹ Le groupe Crystal a récemment procédé par ailleurs à l'acquisition de deux entreprises actives dans le secteur : RDFI Conseil et Opti Finance. La prise en compte de ces acquisitions ne modifie pas l'analyse concurrentielle.

II. Délimitation des marchés pertinents

5. Les entreprises cibles sont simultanément actives dans le secteur de la gestion de patrimoine en France.
6. Au vu de sa pratique décisionnelle et de l'instruction menée dans le cadre de la présente opération, l'Autorité considère que l'analyse peut être menée, au cas d'espèce, sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les conseillers en gestion de patrimoine (A) et sur le marché du conseil en gestion de patrimoine (B).

A. MARCHÉ DE L'INTERMÉDIATION POUR LA FOURNITURE DE PRODUITS DE PLACEMENT POUR LES CONSEILLERS EN GESTION DE PATRIMOINE

7. L'activité des parties consiste notamment en l'exploitation de plateformes d'intermédiation entre les fournisseurs de produits de placement (gestionnaires d'actifs, assureurs, acteurs du secteur immobilier) et les conseillers en gestion de patrimoine (« CGP »). L'Autorité s'est donc interrogée, pour les besoins de la présente affaire, sur l'existence d'un éventuel marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP distinct d'un marché plus large de l'approvisionnement en produits de GCP.

1. MARCHÉS DE PRODUITS

8. L'Autorité n'a jamais été amenée à se prononcer, dans le cadre du contrôle des concentrations qu'elle exerce, sur l'existence d'un éventuel marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les conseillers en gestion de patrimoine (« CGP »).
9. La partie notifiante soutient l'existence d'un marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP. Elle relève en effet que les produits de placement proposés par les CGP à leurs clients (voir ci-dessous) sont généralement créés non pas par les CGP, mais par des gestionnaires d'actifs, des groupes bancaires ou d'assurance et des groupes immobiliers, auprès desquels les CGP s'approvisionnent. La partie notifiante relève que si les CGP s'approvisionnent traditionnellement directement auprès du fournisseur, nécessitant, de la part du CGP, un « back-office » et un « middle-office » pour gérer les ordres avec les fournisseurs et la relation avec le client, des plateformes, comme celles des parties, ont été créées depuis quelques années afin d'assurer l'intermédiaire entre le fournisseur de produits de placement et le CGP, constituant ainsi une source d'approvisionnement indirecte. Les produits sont proposés aux CGP à travers une plateforme d'intermédiation à laquelle ces derniers accèdent en ligne. La partie notifiante précise enfin que certaines plateformes sont indépendantes et proposent des produits de placement provenant de différents fournisseurs, alors que d'autres sont dites « propriétaires », c'est-à-dire gérées par un groupe bancaire ou d'assurance.
10. Il ressort de l'instruction menée dans le cadre de la présente affaire, au cours de laquelle l'Autorité a procédé à un test de marché auprès des opérateurs du secteur du conseil en gestion de patrimoine, qu'il est pertinent d'envisager, pour les besoins de l'espèce, l'existence d'un marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP.

11. Tout d'abord, une majorité des répondants au test de marché estime, comme la partie notifiante, pertinent de segmenter le marché de l'approvisionnement en produits de CGP entre approvisionnement direct et indirect. En effet, si le service fourni au consommateur final par un CGP ne diffère pas de celle que soit la source d'approvisionnement du CGP, il existe une différence pour le CGP, qui dispose d'un accompagnement centralisé par la plateforme dans le cas d'un approvisionnement indirect, et un accompagnement par chacun des fournisseurs d'actifs dans le cadre d'un approvisionnement direct.
12. Ces deux modalités de distribution différentes (B2B2C/B2C) répondent à des attentes différentes de la part des CGP, la plateforme d'intermédiation apportant des services aux CGP leur permettant d'externaliser une partie de leurs activités, tels que des services de formation, de la veille réglementaire et des services de transmission des informations entre le fournisseur et le CGP.
13. Par ailleurs, il ressort tant du test de marché que des éléments fournis par la partie notifiante que ces plateformes fonctionnent sur un mode de rémunération largement partagé, à savoir sur la base de frais de souscription et de commissions.
14. En outre, l'Autorité a envisagé de procéder à une distinction entre plateformes propriétaires et indépendantes. Les plateformes propriétaires peuvent, pour certaines, se limiter à proposer des produits de placement qu'elles développent elles-mêmes, tandis que les plateformes indépendantes visent à mettre en concurrence les produits de placement proposés par divers fournisseurs.
15. L'Autorité relève que certaines réponses au test de marché tendent à souligner une certaine spécificité des plateformes propriétaires vis-à-vis des plateformes indépendantes. La majorité des répondants au test de marché estime en effet que les deux types de plateformes peuvent se distinguer au vu de la diversité des produits proposés (bancaire, assurantiel, immobilier, produits structurés) dès lors que certaines plateformes propriétaires ne proposent qu'un seul type de produits.
16. Dans le cadre de la présente opération, la question d'une segmentation précise des plateformes d'intermédiation selon qu'elles sont indépendantes ou propriétaires peut demeurer ouverte, les conclusions de l'analyse concurrentielle demeurant inchangées.
17. Il ressort enfin du test de marché qu'une segmentation supplémentaire au sein du marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP en fonction des encours gérés par les plateformes n'est pas pertinente dès lors que l'encours géré n'impacte pas le conseil et le service fourni par la plateforme.
18. Il ressort de ce qui précède que l'analyse peut être menée, pour les besoins de la présente espèce, sur un marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP, éventuellement segmenté entre plateformes propriétaires et plateformes indépendantes.

2. MARCHÉ GÉOGRAPHIQUE

19. En ce qui concerne la délimitation géographique du marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP, il ressort tant des indications de la partie notifiante que du test de marché qu'il convient de retenir une dimension nationale dès lors que les clients résident sur le territoire français et que la très grande majorité des produits proposés par les plateformes aux CGP sont soumis aux exigences de la législation et réglementation françaises.

20. Les effets de l'opération seront analysés, pour les besoins de la présente espèce, au niveau national.

B. MARCHÉ DU CONSEIL EN GESTION DE PATRIMOINE

1. MARCHÉS DE PRODUITS

21. La pratique décisionnelle nationale a pu identifier un marché de la banque privée au sein du marché de la banque de détail, proposant « *des services financiers « haut de gamme » s'adressant à une clientèle de particuliers fortunés qui désirent des conseils financiers et fiscaux ainsi qu'une gestion personnalisée de portefeuille* »².
22. En outre, la Commission européenne a identifié un marché de la gestion de patrimoine, comprenant « *des services qui incluent généralement le conseil en investissement, la planification financière, la planification fiscale, la planification successorale et d'autres services connexes. La gestion de patrimoine s'adresse aux personnes fortunées, HNW (High Net-Worth) et UHNW (Ultra High Net-Worth) qui disposent d'un patrimoine important et de besoins financiers complexes. La Commission a par le passé considéré que le marché du conseil en gestion de patrimoine était distinct du marché de la gestion d'actifs et du marché de la fourniture d'autres produits bancaires* »³. La Commission a envisagé, à la suite d'un test de marché, des segmentations supplémentaires au sein du marché du conseil en gestion de patrimoine, en fonction de la valeur nette du patrimoine des clients, tout en laissant ouverte la définition du marché.
23. L'Autorité relève qu'il existe un marché du conseil en gestion de patrimoine distinct des autres activités bancaires, mettant en relation les conseillers en gestion de patrimoine et le client final. Les conseillers en gestion de patrimoine peuvent soit être indépendants et libres de proposer les produits qu'ils souhaitent aux consommateurs, soit être des salariés d'un groupe bancaire ou d'assurance et ainsi proposer en priorité ou exclusivement, les produits de leur groupe. Toutefois, en dehors des modalités de rémunération qui peuvent varier, il ne semble pas exister de différences fondamentales entre ces deux catégories. Les CGP indépendants sont en concurrence avec les divisions « banque privées » des réseaux de banque de détail (employant des CGP salariés) pour ce qui est de leur activité de conseil en gestion de patrimoine puisque les produits, les clients visés et les contraintes réglementaires⁴

² Voir Lettre C2007-165 du ministre de l'économie, des finances et de l'emploi du 2 janvier 2008 aux conseils du Groupe UBS, relative à une concentration dans les secteurs de la banque et de l'assurance.

³ Décision de la Commission européenne du 25 mai 2023, M. 11111, *UBS/Crédit Suisse*, pts. 33-34 : « *Wealth management, sometimes referred to as private banking, comprises services which typically include investment advice, financial planning, tax planning, estate planning, and other related services. Wealth management is targeted to affluent, HNW (High Net-Worth) and UHNW (Ultra High Net-Worth) individuals who have significant assets and complex financial needs* ». Voir également décision M. 4844, *Fortis/ABN AMRO*.

⁴ Un CGP peut être titulaire de plusieurs statuts : conseiller en investissement financiers, intermédiaire en opération de banques et services de paiement, intermédiaire d'assurance voire agent immobilier. Selon le ou les statuts choisis, le CGP est soumis à une réglementation spécifique. Par exemple, un conseiller en investissement financier est régulé par l'Autorité des marchés financiers et soumis au Code monétaire et financier. Voir sur le sujet le document « CGP – réglementation applicable à la profession » de la chambre nationale des conseils en gestion de patrimoine : https://www.cncgp.fr/uploads/adhesion/2019/01_%20rappel_Reglementation_applicable08042016.pdf. De

sont globalement les mêmes. Pour les besoins de l'analyse toutefois, la question de la définition exacte du marché du conseil en gestion de patrimoine peut être laissée ouverte, les conclusions de l'analyse concurrentielle demeurant inchangées quelle que soit la segmentation envisagée.

24. Il ressort de ce qui précède que l'analyse peut être menée sur le marché du conseil en gestion de patrimoine, éventuellement segmenté entre CGP indépendants et CGP salariés.

2. MARCHÉS GÉOGRAPHIQUES

25. En ce qui concerne la délimitation géographique du marché du conseil en gestion de patrimoine, la pratique décisionnelle nationale comme européenne a retenu une dimension nationale⁵. Dans sa décision UBS/Crédit Suisse précitée, la Commission européenne a laissé ouverte la question d'une délimitation européenne voire mondiale de ce marché.
26. La partie notifiante soutient également que le marché du conseil en gestion de patrimoine doit être analysé au niveau national.
27. L'Autorité relève que tant les CGP que leurs clients sont français et les produits proposés sont soumis aux exigences de la législation et réglementation françaises.
28. Il ressort de ce qui précède que les effets de l'opération seront analysés au niveau national.

III. Analyse concurrentielle

A. ANALYSE DES EFFETS HORIZONTAUX

29. Un risque d'atteinte à la concurrence peut être constaté lorsqu'une concentration confère un pouvoir de marché à la nouvelle entité ou renforce un pouvoir de marché que l'une des parties détenait avant l'opération, c'est-à-dire lorsque l'opération confère à la nouvelle entité le pouvoir de faire obstacle au maintien d'une concurrence effective sur le marché en cause en lui fournissant la possibilité de comportements indépendants dans une mesure appréciable vis-à-vis de ses concurrents et de ses clients. La nouvelle entité serait ainsi en mesure d'augmenter significativement ses prix, de réduire la diversité des produits ou services disponibles sur le marché ou son rythme d'innovation.
30. Afin d'analyser l'existence d'un pouvoir de marché, l'Autorité peut notamment prendre en compte les éléments suivants : la part de marché des parties et le degré de concentration du marché à l'issue de l'opération, la pression concurrentielle que peuvent exercer les concurrents actuels ainsi que les potentiels nouveaux entrants et la puissance d'achat des clients.

même, les CGP sont régulés par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution au titre du régime de l'Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance (« ORIAS »). Il en va de même pour les banques privées lorsqu'elles réalisent des opérations de courtage en assurance.

⁵ Voir Lettre C2007-165 du 2 janvier 2008, *op. cit.*

31. La pratique décisionnelle retient que lorsque la part de marché de la nouvelle entité est inférieure à 25 %, il est présumé que l'opération ne porte pas atteinte à la concurrence par le biais d'effets unilatéraux.
32. Compte tenu des activités des parties, l'opération entraîne des chevauchements d'activité, entre Crystal et PID sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP (1) et sur le marché du conseil en gestion de patrimoine (2).

1. LE MARCHÉ DE L'INTERMÉDIATION POUR LA FOURNITURE DE PRODUITS DE PLACEMENT POUR LES CGP

33. L'opération envisagée entraîne un chevauchement d'activité entre Crystal et PID sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP et plus spécifiquement sur un éventuel marché limité aux plateformes indépendantes.
34. Sur un marché comprenant les plateformes indépendantes et propriétaires⁶, la nouvelle entité disposera, à l'issue de l'opération, de parts de marché estimées à [10-20] %. Sur un éventuel marché limité aux plateformes indépendantes, ces parts de marché seraient de [30-40] %, avec un incrément inférieur à [0-5] %.
35. L'Autorité relève la présence de nombreux concurrents de taille équivalente voire supérieure sur le marché global de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP, la nouvelle entité faisant en effet face à des groupes bancaires ou d'assurance. Concernant l'éventuel marché limité aux plateformes indépendantes, la nouvelle entité ferait face à des concurrents constituant des alternatives fiables aux services proposés par la plateforme des parties tels que Nortia, Oddo BHF ou Alpheys.
36. En outre, l'Autorité relève qu'il ressort du test de marché que la quasi-totalité des plateformes d'intermédiation à destination des CGP ne disposent pas de liens d'exclusivité avec les CGP indépendants clients, de sorte que ces derniers peuvent aisément se tourner vers une plateforme concurrente, voire vers plusieurs plateformes en même temps ; il peut toutefois en être autrement concernant les CGP salariés des groupes bancaires ou d'assurance, lesquels doivent, pour certains, obligatoirement proposer des produits de placement via les plateformes propriétaires de leur institution et ne sont donc pas, dans ce cas, considérés comme des clients accessibles sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP.
37. Dès lors, l'opération n'est pas de nature à porter atteinte à la concurrence sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP, quelle que soit la segmentation envisagée.

2. LE MARCHÉ DU CONSEIL EN GESTION DE PATRIMOINE

38. L'opération envisagée entraîne un chevauchement d'activité entre Crystal et PID sur le marché du conseil en gestion de patrimoine.

⁶ Estimations fournies par la partie notifiante, fondées sur les encours gérés par les plateformes d'intermédiation.

39. Sur le marché global du conseil en gestion de patrimoine, sur lequel la nouvelle entité fera face à la concurrence tant de grandes banques privées indépendantes⁷ que des divisions « banques privées » des réseaux de banque de détail, la part de marché cumulée des parties est inférieure à [0-5] %.
40. Sur un éventuel marché du conseil en gestion de patrimoine limité aux CGP indépendants, la nouvelle entité disposerait, à l'issue de l'opération, d'une part de marché de [10-20] %.
41. Quelle que soit la segmentation retenue, la nouvelle entité fera face à la concurrence de groupes bancaires ainsi que de groupes de CGP de taille équivalente ou moindre, voire de CGP individuels constituant, pour le consommateur, autant d'offres alternatives à celle de la nouvelle entité.
42. Il résulte de ce qui précède que l'opération n'est pas de nature à soulever de problème de concurrence sur le marché du conseil en gestion de patrimoine.

B. ANALYSE DES EFFETS VERTICAUX

43. Une concentration verticale peut restreindre la concurrence en rendant plus difficile l'accès aux marchés sur lesquels la nouvelle entité sera active, voire en évinçant potentiellement les concurrents ou en les pénalisant par une augmentation de leurs coûts. La pratique décisionnelle considère, en principe, qu'il est peu probable qu'une entreprise ayant une part de marché inférieure à 30 % sur un marché concerné puisse verrouiller un marché en aval ou en amont de celui-ci.
44. En l'espèce, les parties seront présentes tant sur le marché de l'intermédiation pour la fourniture de produits de placement pour les CGP que sur le marché du conseil en gestion de patrimoine.
45. L'Autorité note toutefois que, compte tenu des parts de marché limitées de la nouvelle entité sur l'ensemble des marchés concernés – largement inférieures à 30 % sauf sur un éventuel marché limité aux plateformes indépendantes –, l'opération n'est pas de nature à emporter de risques par le biais d'effets verticaux. En outre, l'Autorité relève qu'il n'existe pas d'obligation pour un CGP d'utiliser les services d'une plateforme ou de s'y affilier et que, du fait de l'absence de liens exclusifs entre la quasi-totalité des plateformes et les CGP clients, ces derniers ne sont par conséquent pas empêchés dans leur capacité à choisir leur fournisseur, que ce soit par le biais d'un approvisionnement direct ou indirect.
46. L'opération n'est donc pas de nature à porter atteinte à la concurrence par le biais d'effets verticaux.

⁷ Pour la clientèle UHNW.

DÉCISION

Article unique : L'opération notifiée sous le numéro 24-059 est autorisée.

Le président,

Benoît Cœuré

© Autorité de la concurrence