

RELANCER LA RECHERCHE APRÈS MIF 2

Constats, enjeux et recommandations



Janvier 2020

Rapport présenté à l'Autorité des marchés financiers

par Jacqueline Eli-Namer, membre du Collège de l'AMF

et Thierry Giami, président de la Société française des analystes financiers

Jacqueline Eli-Namer et Thierry Giami tiennent à remercier les services de l'AMF, et tout particulièrement Anne Désire et Victor Maurin, pour leur concours à la conduite de ces travaux.

TABLE DES MATIÈRES

Lettre de mission	4
Introduction	5
I. Les effets de la réforme MIF 2 sur l'économie de la recherche	6
1. La réforme introduite dans un contexte de marché peu porteur	6
2. Le marché français de la recherche	8
3. Les impacts de la réforme MIF 2 sur l'écosystème	9
4. La question du prix de la recherche reste centrale.....	14
II. Les recommandations de la Mission	15
1. Renforcer les capacités de production et de diffusion de la recherche	15
1.1. Assurer le bon fonctionnement du marché de la recherche au niveau des prix ...	15
1.2. Lancer une « place de recherche » pour augmenter l'offre.....	16
1.3. Apporter un soutien financier à la production de recherche sur les entreprises innovantes	18
1.4. Anticiper la montée en puissance de nouvelles formes d'analyse, dont l'ESG	18
1.5. Envisager une mise à contribution équitable des participants de marché	18
2. Accompagner le développement de l'analyse sponsorisée	19
3. Au regard de l'expérience, des éléments du cadre réglementaire à ajuster	20
3.1. Introduire un concept de « conditions commerciales raisonnables »	20
3.2. Simplifier l'accès aux émetteurs (<i>corporate access</i>)	20
3.3. Assouplir les conditions entourant la période d'essai.....	21
3.4. Assurer une diversité des acteurs.....	21
3.5. Évaluer la pertinence du concept d'avantage pour la recherche	22
4. Inciter à investir l'épargne-retraite et l'épargne salariale dans des PME cotées	22
Conclusion	24
Synthèse des recommandations de la Mission	25
Liste des auditionnés et des contributions	27
Annexes	31
1. Méthode de travail de la Mission	31
2. Contexte réglementaire et objectif général de la réforme	31
3. L'ancrage de la culture du <i>corporate brokerage</i> au Royaume-Uni, qui préserve la couverture sur les valeurs petites et moyennes.....	34
4. Acronymes	35

LETTRE DE MISSION

R É P U B L I Q U E F R A N Ç A I S E



Le Président

Paris, le 9 juillet 2019

Madame Jacqueline Eli-Namer
Monsieur Thierry Giami

La couverture des sociétés cotées par des travaux de recherche indépendante est un élément nécessaire à la bonne formation des prix sur le marché et à la liquidité de ce dernier. Alors que les « grandes valeurs » de la cote sont largement couvertes, les capitalisations plus faibles, qui sont par construction, détenues par un nombre en moyenne plus faible d'investisseurs, sont traditionnellement moins suivies par les analystes.

La mise en œuvre de MIFID2, en imposant une facturation séparée du service de recherche, semble avoir à la fois accentué cette tendance et modifié l'économie du marché de la recherche. La baisse des prix de la recherche facturée, couplée à une rationalisation des budgets des investisseurs, semble avoir entraîné une réduction du nombre d'analystes et de sociétés couvertes ; en parallèle, la recherche subventionnée (« sponsorisée ») par les émetteurs se développe ce qui limite l'érosion de la production d'analyse mais soulève des problèmes spécifiques, notamment en matière de gestion des conflits d'intérêt.

Alors que l'entrée en bourse des valeurs moyennes et petites est un objectif de Place et que la France dispose d'une base fournie d'analystes financiers, il est souhaitable d'explorer sans attendre d'hypothétiques évolutions réglementaires les initiatives qui pourraient être prises pour assurer la couverture des valeurs moyennes et petites par une recherche de qualité.

Le Collège de l'Autorité vous serait reconnaissant d'affiner le diagnostic sur l'évolution de la recherche et d'explorer les pistes concrètes qui pourraient mobiliser la Place et conduire à améliorer la situation actuelle. Des conclusions rendues pour début novembre permettraient une mise en œuvre avant la fin de l'année.

Les services de l'AMF sont à votre disposition pour vous assister dans vos travaux et dans les échanges que vous aurez avec les acteurs de la Place.

Robert OPHELÉ

Conformément à la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, les personnes physiques disposent d'un droit d'accès et de rectification aux données personnelles les concernant. Ce droit peut être exercé auprès de l'Audit Interne.

17 place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 2 - tél. +33 (0)1 53 45 60 00 - fax +33 (0)1 53 45 61 00
www.amf-france.org

INTRODUCTION

La recherche occupe une place essentielle dans le bon fonctionnement des marchés financiers. Produite par des entreprises d'investissement, des banques d'investissement ou des cabinets indépendants à destination des investisseurs, elle contribue à l'évaluation des entreprises, des instruments financiers et de la performance des portefeuilles. La couverture par la recherche contribue à la meilleure liquidité des valeurs cotées et à l'ajustement des prix. Les changements introduits par la réforme MIF 2 ont transformé le modèle économique de la recherche.

Cette réforme, décidée pour remédier aux conflits d'intérêt potentiels du paiement de la recherche par les frais d'exécution d'ordres, a conduit à la constitution d'un marché de l'analyse financière. Désormais la recherche est une prestation commerciale rémunérée pour sa valeur propre, et non plus en association avec d'autres services (*unbundling*).

Deux ans après l'entrée en application de la directive, l'essentiel des parties prenantes de la Place de Paris considère que la réforme a fragilisé les capacités de production d'analyse financière, dégradées depuis plusieurs années, notamment pour les valeurs petites et moyennes dont le taux de couverture demeure à un niveau bas.

Devant cette situation, le Président et le Collège de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») ont confié à Madame Jacqueline Eli-Namer, membre du Collège, et à Monsieur Thierry Giami, président de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF), la Mission d'établir un diagnostic sur l'évolution de la recherche et d'explorer les pistes concrètes qui pourraient mobiliser la Place et conduire à améliorer la situation actuelle (la « Mission »).

La Mission s'est attachée à recueillir les observations de représentants de l'industrie financière et des professionnels de l'investissement dans les valeurs mobilières, à distinguer les effets de la réforme MIF 2 des évolutions de long terme du marché financier à Paris et à établir plusieurs recommandations de nature à dynamiser la demande de recherche auprès de fournisseurs diversifiés.

La stratégie retenue vise à agir sur trois leviers : le commerce de la recherche, la recherche payée par l'émetteur et l'offre de recherche.

Les enjeux sont importants, pour l'investissement de l'épargne domestique et internationale, dans le financement de l'économie, notamment des entreprises innovantes et résidentes en France afin qu'elles se procurent les ressources nécessaires à leur développement.

C'est pourquoi, au terme de ses travaux, la Mission propose un plan de relance de la recherche. L'AMF, pour les propositions qui la concernent, occupe une place déterminante.

LES EFFETS DE LA RÉFORME MIF 2 SUR L'ÉCONOMIE DE LA RECHERCHE

1. LA RÉFORME INTRODUITE DANS UN CONTEXTE DE MARCHÉ PEU PORTEUR

Les modifications apportées par MIF 2 à la recherche s'inscrivent dans un contexte macroéconomique difficile et des marchés primaires où les levées de capitaux diminuent depuis 2017. De plus, l'industrie de la gestion assiste à une diminution de l'engagement des investisseurs et à une augmentation de la concurrence alors que la gestion passive prospère et que le capital-investissement (*private equity*) est de plus en plus attractif.

LA CONJONCTURE DÉFAVORABLE

La réforme MIF 2 intervient dans un environnement instable où les tendances « déflationnistes » surtout en Europe ont fini par dominer. Ainsi les taux d'intérêt nuls voire négatifs à court et long terme ont prévalu en 2018 et 2019. De même la demande de capitaux adressée aux marchés a reflué. La gestion passive a poursuivi son expansion. Ces circonstances conjuguées ont eu pour effet d'affaiblir la demande de recherche.

LA DEMANDE DE CAPITAUX CONTRACTÉE

Sur les marchés primaires d'actions, les introductions en 2017 et 2018 demeurent à un niveau bas en nombre de sociétés concernées et en montant de capitaux levés. La contraction s'est amplifiée en 2019 pour toutes les entreprises, alors que les marchés enregistraient des plus hauts historiques mais dans des volumes en repli.

Nombre et montants (en millions d'euros) des introductions en bourse à Paris

	2017		2018		2019 (janvier-octobre)	
	Nombre	Montants levés	Nombre	Montants levés	Nombre	Montants levés
Compartiment A	1	1 707,8	1	697,1	1	-
Compartiment B	2	484,8	2	60,1	0	-
Compartiment C	4	186,4	4	150,5	1	35,0
Euronext Growth	8	55,8	10	185,3	3	79,3
Total général	15	2 434,7	17	1 092,9	5*	114,3*

Source : Euronext-Paris

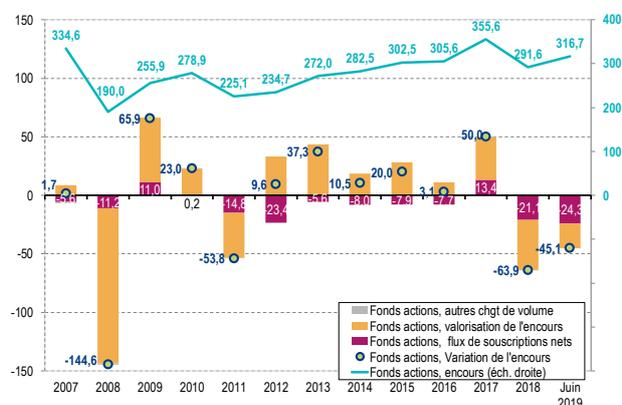
Note * : contre 15 opérations enregistrées entre janvier et octobre 2018, pour un montant de 1,07 milliard d'euros.

Sur les dix premiers mois de l'année 2019, le nombre et le montant des introductions ont diminué de moitié par rapport à la même période de l'année précédente, notamment sur le segment des PME-ETI, où les montants levés lors des opérations devenaient par ailleurs très faibles.

LE DÉSENGAGEMENT DES INVESTISSEURS

La décollecte a atteint en juin 2019 24 milliards d'euros sur un an sur les fonds actions français. Ce flux sortant est le plus important depuis 2007.

Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation des fonds actions français (en milliards d'euros, sur un an glissant)



La progression des encours gérés en 2019 ne tient qu'à la hausse des marchés et ne compense pas les retraits. Ils restent inférieurs au niveau de 2017. Dans une période de forte volatilité, les règles prudentielles ont tendance à inciter les acteurs à réallouer leur portefeuille vers des actifs présentant des risques de marché faibles.

TASSEMENT DES REVENUS DE LA GESTION

Industrie de la première importance en France, la gestion subit les chocs combinés de la concurrence et de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des coûts liés à l'adaptation à la réglementation. Ils entraînent un tassement des revenus lié à des commissions minorées¹. Cette baisse des revenus est répercutée sur les services achetés ou internes, notamment la recherche.

LA GESTION PASSIVE EN PROGRESSION

Observé ces dernières années, le développement de la gestion passive a un impact négatif sur le marché de la recherche. À titre d'illustration, bien que la gestion passive ne se limite pas aux *Exchange Traded Funds* (ETF), l'actif net européen de ces derniers a quasiment doublé en moins de quatre ans, passant de 400 milliards d'euros fin 2015 à 750 milliards d'euros mi-2019, suivant en cela une tendance mondiale.

À titre de comparaison, l'ensemble des actifs sous gestion dans les fonds UCITS pendant la même période n'aura progressé que de 25 % pour atteindre 10 150 milliards d'euros en juin 2019.

LE MARCHÉ FINANCIER PRIVÉ ATTRACTIF

Dans le même temps, le capital-investissement et la dette privée enregistrent des volumes et des évaluations record grâce au financement par la dette à taux réduit. Ce marché tend à se substituer, pour de nombreux actifs, au marché financier public compte tenu des facilités et des avantages financiers et en termes de contraintes administratives, qu'il procure aux investisseurs et aux émetteurs.

¹ Le résultat d'exploitation du marché français de la gestion d'actifs est en repli significatif (-10,6 %) en 2018 d'après les données de l'AMF

Ces tendances, rappelées par l'ensemble des acteurs de la Place avec lesquels la Mission s'est entretenue, étaient à l'œuvre avant que n'intervienne la réforme MIF 2. Elles constituaient un préalable à leurs analyses des impacts de cette réforme, sur lesquelles se fonde le présent rapport.

2. LE MARCHÉ FRANÇAIS DE LA RECHERCHE

L'ORGANISATION DU MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS...

L'écosystème français est riche d'un gisement de valeurs diversifiées, avec plus de 650 sociétés cotées sur Euronext Paris. Ce nombre d'entreprises a toutefois tendance, ces dernières années, à diminuer.

La production de recherche associée à ces valeurs est assurée par un grand nombre d'acteurs de tailles variées qui produisent une recherche de qualité utilisée par les acteurs mondiaux. Pour autant, cette recherche est majoritairement concentrée sur les grandes valeurs. Dans ce secteur les sociétés d'analystes indépendants représentent moins de 10 % des acteurs². De manière générale, il est à noter que la population d'analystes a enregistré une érosion continue depuis MIF 1.

Enfin, les sociétés de gestion sont les principaux consommateurs de recherche, auprès de fournisseurs diversifiés. Au niveau français, d'après les données de l'AMF, il existait 633 sociétés de gestion à fin 2018³.

... AVEC UNE INSUFFISANCE HISTORIQUE SUR LA COUVERTURE DES PETITES ET MOYENNES VALEURS...

La fragilité de la couverture des entreprises est une question récurrente des marchés européens et tout particulièrement du marché français. C'est en effet le cas pour les petites et moyennes valeurs dont la capitalisation et le flottant sont relativement faibles.

Ce problème est d'autant plus aigu pour les valeurs petites et moyennes, historiquement moins couvertes. Une étude de l'AMAFI⁴, publiée en septembre 2018 et portant sur la couverture des valeurs françaises par les analystes de décembre 2005 à décembre 2017, a montré que la couverture des valeurs augmentait avec leur capitalisation.

Au 31 décembre 2017, les valeurs qui capitalisent sous le seuil de 10 millions d'euros ne seraient presque pas couvertes tandis que celles qui capitalisent à plus de 5 milliards d'euros bénéficieraient à la même date de la couverture de 20 analystes en moyenne. Ces chiffres sont le résultat d'une baisse de la couverture continue depuis 2012, à l'exception du segment des valeurs capitalisées entre 10 millions et 150 millions d'euros. Plusieurs travaux de place ont déjà tenté de redynamiser cette recherche sur le segment des petites et moyennes valeurs, sans pour autant réussir à inverser la tendance.

...CE QUI CONSTITUE UN PROBLÈME POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Or la recherche, l'attractivité des valeurs petites et moyennes auprès des investisseurs et leur liquidité sont intimement liées. Le risque est l'établissement d'une spirale négative : les entreprises, moins suivies par les analystes, ont moins de visibilité auprès des investisseurs, qui s'en détournent, les fragilisant encore davantage dans leur capacité à se financer. Une telle

² SFAF, Commission des analystes financiers indépendants

³ « Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs – Le panorama des sociétés de gestion », dont plus de 450 sociétés de gestion entrepreneuriales d'après l'AFG. Les données de l'AMF montrent que les 20 premiers acteurs, en termes d'actifs gérés sous mandat, concentrent 91,9% des parts de marché

⁴ AMAFI, « Analyse financière, Étude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017 », 28 septembre 2018

situation paraît particulièrement dommageable alors que les pouvoirs publics français et européens ont une forte ambition de renforcement des moyens de financer l'économie.

La grande majorité des producteurs de recherche s'accorde à dire que cette activité n'est pas en elle-même génératrice de profits. Si avec un marché boursier dynamique, les courtiers ont pu maintenir une activité de recherche grâce aux revenus dégagés des activités boursières, le ralentissement des IPO et la faible liquidité des titres mettent en exergue la faiblesse structurelle de cette activité et son problème de viabilité.

MIF 2 A CONSTITUÉ UN MARCHÉ DE LA RECHERCHE DONT L'ÉQUILIBRE RESTE À TROUVER

Le principal changement de MIF 2 sur le secteur de la recherche a été de créer un marché, avec une offre, une demande et un prix, par rapport au système précédent où la valeur de la recherche n'était pas distinguée des frais de transaction permettant ainsi une mutualisation de la recherche sur les valeurs petites et moyennes avec les grandes valeurs. Devant ce constat, la Mission a cherché à évaluer les conséquences de la réforme en termes d'efficacité et de développement de la recherche dans le marché financier.

3. LES IMPACTS DE LA RÉFORME MIF 2 SUR L'ÉCOSYSTÈME

LES ACTEURS ONT EN GÉNÉRAL UNE PERCEPTION NÉGATIVE DE LA RÉFORME

Il convient de rappeler que la réforme a été introduite sans débat politique ni étude d'impact préalable, notamment en matière de données, contrairement au déroulement normal des procédures d'adoption des textes européens. Cette absence d'étude n'a pas permis de prendre en compte les spécificités propres à chaque pays, notamment en matière de *corporate brokerage*⁵ au Royaume-Uni. Lors des auditions menées par la Mission les acteurs ont quasi unanimement fait part d'effets négatifs de MIF 2 sur l'analyse financière tant en termes quantitatifs que qualitatifs, en particulier sur les valeurs petites et moyennes.

Aussi la Mission a-t-elle recueilli des données auprès de divers acteurs et associations professionnelles. Cependant, ces données ne permettent pas de poser un diagnostic tranché.

En 2018, les évolutions apparaissent peu significatives. La plupart des acteurs de la Place interrogés par la Mission ont souligné que l'impact de MIF 2 ne serait pleinement visible que dans les chiffres de l'année 2019 et qu'ils anticipent une année 2019 particulièrement dégradée sur la recherche.

De plus, l'Europe est la seule zone importante à avoir mis en place le découplage (*unbundling*) entre recherche et courtage avec MIF 2 alors que les États-Unis, le plus grand marché mondial de la recherche, conserve le paiement de la recherche à travers des commissions de courtage (*soft dollar*) qui reste la règle aux États-Unis⁶.

LA CONTRACTION DE LA COUVERTURE DES VALEURS MOBILIÈRES

Les auditionnés considèrent de façon positive le fait que MIF 2 ait permis de donner à l'analyse financière un prix alors que ce service apparaissait comme « gratuit » jusqu'alors. Un marché de l'analyse financière est apparu, se substituant à une recherche souvent perçue comme

⁵ Voir Annexe 3

⁶ Dans ce contexte, la *Securities and Exchange Commission* américaine (SEC) a cependant annoncé le 4 novembre 2019 l'extension de la *no action letter* sur le paiement de la recherche jusqu'en juillet 2023. *Securities Industry and Financial Markets Association, SEC Staff Extension of No-Action Letter (Nov. 4, 2019)* : cette lettre permet aux *broker-dealers* américains de recevoir des paiements de clients soumis à MIF 2 en *hard dollars* ou à travers un compte de frais de recherche (RPA) sans avoir à prendre le statut d'*investment advisor*. Au-delà des difficultés techniques obligeant les acteurs mondiaux à développer bien souvent deux systèmes, ces différences peuvent aussi créer une certaine incertitude juridique pour les acteurs dans des relations transfrontières

pléthorique. Cependant, la plupart des acteurs soulignent qu'en voulant rationaliser l'offre, la réforme a conduit à une baisse de la couverture des entreprises.

Ainsi, les études du CLIFF⁷, réalisées à mi-2019 montrent une baisse de la couverture des valeurs :

- sur le compartiment A, la baisse de la couverture est de 15 % en moyenne ;
- sur le compartiment B, elle est réduite de 26 % en moyenne ;
- sur le compartiment C, la couverture reste relativement stable.

Par ailleurs, sur la Place française, MiFIDVision montre qu'une légère dégradation du taux de couverture des entreprises dont la capitalisation est comprise entre 150 et 500 millions d'euros (les « *micro* »)⁸, mais observe, à l'inverse, une augmentation du nombre relatif de grandes ETI (sociétés dont la capitalisation est comprise entre 500 millions et 1 milliard d'euros) suivies par au moins deux analystes (67 % des sociétés en mars 2019, contre 65 % fin 2017).

Une analyse sur les prestataires de services d'investissement (PSI) menée par l'AMF⁹ estime qu'il y a une corrélation entre la plus grande couverture des petites valeurs, et en particulier celles qui ont une capitalisation inférieures à 200 millions d'euros, et l'augmentation du nombre de contrats émetteurs.

De manière générale, il convient de noter que l'effet sur la couverture est le dernier effet visible dans la mesure où cet aspect est celui que les courtiers essaient de préserver en priorité. Dans les faits, ils ont donc tendance à augmenter la taille du portefeuille de chaque analyste, plutôt que de réduire la couverture. La SFAF, toujours dans le contexte de l'initiative MiFIDVision, souligne une diminution de 12% du nombre d'analyses entre 2019 et 2018 (le nombre passe de 1 960 à 1 730), avec un nombre d'émetteurs suivis pourtant en progression (+3 %).

LA FRAGILISATION DES FOURNISSEURS DE RECHERCHE

En matière de revenus, beaucoup de producteurs soulignent que les effets de la réforme sur le chiffre d'affaires de l'année 2018 n'ont pas été probants. Ce constat peut s'expliquer d'après l'analyse de l'AMF, par la conjonction des éléments suivant :

- un revenu 2017 « minoré », qui ne tient pas compte des prestations recherche payées dans l'exécution, qui peut expliquer la forte progression des revenus 2018 de certains intermédiaires de petite taille ;
- en 2018, un « effet d'aubaine » comptable lié à la mise en place des nouvelles modalités de financement de la recherche. Certains bureaux de recherche ont enregistré un paiement résiduel cumulé à la facturation des contrats de recherche MIF 2.

Aucun des phénomènes ci-dessus ne subsistant en 2019, de nombreux acteurs s'attendent à une baisse des revenus plus marquée sur la nouvelle année à la fois du fait de la conjoncture et de la baisse des tarifs. Par ailleurs, l'application progressive de la réforme par les clients est évoquée par plusieurs acteurs.

En conséquence, s'il est encore trop tôt pour établir un constat précis pour 2019, les baisses annoncées sont souvent comprises entre 20-30 % en moyenne, et jusqu'à 50 % dans certains cas. Plusieurs établissements témoignent d'une baisse de près de 20 % du nombre de clients actifs sur le continent européen entre 2018 et 2019. Plusieurs courtiers soulignent que l'année 2019 est une année très compliquée.

⁷ Études CLIFF, 2018-2019, fondées sur un échantillon de 52 sociétés en mai 2018 et 40 sociétés en mai 2019

⁸ Pour cette catégorie en effet, si la proportion des entreprises les moins suivies (valeurs non couvertes ou couvertes par un seul analyste) est en légère diminution, le poids des valeurs les plus suivies (sociétés suivies par au moins 5 analystes) a lui aussi baissé

⁹ Réalisée à partir de la collecte des réponses à un questionnaire envoyé par l'AMF à quinze PSI en juillet 2019

Ces acteurs sont d'autant plus fragiles que leurs autres sources de revenu, notamment les revenus liés à l'exécution, ont subi le fort impact soit par d'un volume faible de transaction, soit d'une concurrence très forte, poussant certains d'entre eux à proposer une exécution gratuite.

Enfin, l'analyse sur les PSI de l'AMF montre que l'industrie se concentre et que le nombre d'analystes est en baisse, avec une chute de 12 % de leur nombre entre fin 2017 et le 30 juin 2019¹⁰.

L'ANALYSE FINANCIÉE PAR L'ÉMETTEUR POUR COMPENSER LA BAISSÉ DE LA COUVERTURE RECHERCHE

Afin de pallier cette baisse de la recherche, les intermédiaires et les émetteurs ont désormais de plus en plus recours à l'analyse dite « sponsorisée », c'est-à-dire payée par l'émetteur. Ainsi, selon les données recueillies par l'AMF, au 31 décembre 2017, 289 contrats de recherche étaient financés par l'émetteur. Il y en avait 343 au 31 décembre 2018, ils étaient 368 au 30 juin 2019¹¹.

La Mission note que la recherche payée par l'émetteur est à présent reconnue par l'ensemble des acteurs rencontrés (intermédiaires, gérants, investisseurs), qui y voient une adaptation du marché dans le cadre de MIF 2. La plupart des intermédiaires produisent une telle recherche depuis plusieurs années, souvent en lien avec des contrats de liquidité, considérant que les conflits d'intérêt susceptibles d'en découler sont gérables si l'analyse est bien encadrée. D'autres, longtemps opposés à ce type d'analyse en raison des problématiques d'indépendance, disent envisager désormais de l'intégrer dans leur activité. Des gérants et investisseurs l'ont également déjà intégrée dans leurs processus soulignant que cela constituait une source importante de données.

LES INTERROGATIONS DES ACTEURS SUR LA BAISSÉ DE LA QUALITÉ

Les acteurs s'interrogent sur une dégradation de la qualité de l'analyse financière, même si cette question, reste difficile à apprécier en termes chiffrés. Ce phénomène, perceptible dès MIF 1, et qui toucherait tant les petites que les grandes valeurs, aurait été renforcé par MIF 2.

Le ressenti d'une baisse de la qualité transparait dans différents sondages

Le CLIFF¹² apporte des chiffres qui paraissent confirmer l'évolution, sans permettre d'établir un constat général. Ainsi, 53 % des répondants aux études précitées en font état. Le constat est plus probant pour les capitalisations inférieures à 500 millions d'euros, catégorie pour laquelle le pourcentage de répondants de cet avis passe à 67 %.

Par ailleurs, selon une étude¹³ du CFA Institute France, si la majorité des acteurs *buy side* ne perçoit pas de détérioration de la qualité de la recherche, les acteurs du *sell side* sont en général d'un avis plus négatif. Ainsi, 44 % des analystes *sell side* considèrent que le niveau de qualité de l'analyse a baissé en particulier sur les petites et moyennes valeurs.

¹⁰ Néanmoins, les données révèlent un phénomène engagé dès avant la mise en œuvre de MIF 2. Ainsi, le nombre total de cartes professionnelles délivrées par l'AMF était, pour l'ensemble des établissements français, de 590 au 31 décembre 2005, de 410 au 31 décembre 2013 et de 395 en mai 2019. Il faut toutefois noter que cet indicateur ne correspond pas exactement au nombre d'analystes, puisque les PSI peuvent attribuer des cartes aux succursales sortantes, lorsque la réglementation du pays d'accueil n'a pas de dispositif semblable, et que les succursales entrantes n'ont pas l'obligation d'attribuer de cartes professionnelles à leurs analystes financiers. La profondeur historique dont on dispose permet cependant d'enregistrer une tendance structurelle de long terme

¹¹ Les chiffres du CLIFF vont dans le même sens. Si, en 2018, 60 % des émetteurs répondant au CLIFF et dont la capitalisation était inférieure à un milliard d'euros utilisaient l'analyse financière payée par l'émetteur, ils sont 89 % en 2019. D'après les études du CLIFF, pour les 2/3 de ces émetteurs capitalisent moins de 500 millions d'euros, l'analyse financière payée par l'émetteur est la seule dont ils disposent. En outre, selon la SFAF, le nombre de contrats de recherche financée par l'émetteur est passé de 100 à 295 en France en une année

¹² Cf. note 9 p.7 pour l'échantillon

¹³ CFA Institute, *MIFID II: One year on – Accessing the Market, Assessing the Market for Investment Research*, 2019. Enquête réalisée auprès des membres du 6 au 19 décembre 2018, avec 496 réponses

La Mission note la perception d'une dégradation de la qualité de la recherche par une majorité d'auditionnés, selon trois critères :

- des analyses financières plus courtes, moins étoffées et plus neutres ;
- un nombre plus important de valeurs suivies par analyste. Ce constat est confirmé par l'analyse sur les PSI de l'AMF qui montre une hausse de 11 % du nombre de valeurs couvertes par chaque analyste entre décembre 2017 et juin 2019 ;
- une durée moyenne d'expérience des analystes en diminution, phénomène désigné comme « juniorisation ».

LA RIGIDITÉ DES CONDITIONS DE COMMERCIALISATION DE LA RECHERCHE

Sous MIF 2, les régulateurs ont encadré les périodes d'essai en les limitant à trois mois, comme précisé par l'AEMF dans une question-réponse et par l'AMF dans son guide¹⁴. Cette approche, qui avait pour objet de gérer de potentiels conflits d'intérêt, a été remise en cause par plusieurs acteurs. Selon eux, cette période de trois mois entre non seulement en dissonance avec le cycle de la recherche, semestriel, mais a aussi pour conséquence de figer les parts de marchés. Plus particulièrement, certains s'interrogent sur la pertinence de cette limite pour les indépendants, dont la visibilité auprès des investisseurs était précisément assurée par l'envoi de recherche.

MIF 2 a également limité l'accès aux consommateurs de recherche considérant l'entité démarchée plutôt que la ligne de produits faisant l'objet d'une démarche commerciale. Par exemple, un fournisseur souhaitant faire tester de la recherche sur des actions à une entité ne pourra plus envoyer d'analyse financière sur obligations une fois une période d'essai entamée, et ce jusqu'à un an après la fin de cette période d'essai. Certains soulignent que cette vision des relations commerciales avec les clients réduit singulièrement les opportunités de commercialisation sans que l'avantage apparaisse clairement.

LE MANQUE DE CLARTÉ DANS LA PRATIQUE DU CORPORATE ACCESS

Le législateur européen, à travers la définition de la notion d'avantage non monétaire mineur, a rendu incertaines et plus complexes les relations commerciales entre les différents acteurs notamment pour ce qui concerne les services dits de « conciergerie », freinant ainsi le nécessaire dialogue que doivent avoir un investisseur et un émetteur¹⁵.

LES SGP ONT MAJORITAIREMENT CHOISI DE PRENDRE EN CHARGE LE PAIEMENT DE LA RECHERCHE...

L'industrie de la gestion est confrontée à une forte concurrence, notamment celle de la gestion passive. En conséquence, les SGP ont dû consentir des réductions de commissions de gestion. Aussi répercutent-elles cette pression sur l'ensemble de leurs centres de coûts et notamment sur la recherche, surtout si elles ont choisi de la payer sur leurs revenus, ce qui est le cas d'une grande majorité de gérants.

Dans la mesure où plus de la moitié des SGP ont fait le choix de porter sur leur compte de résultat le coût de la recherche, plutôt que de le faire porter sur le client final, l'analyse financière est devenue un poste de coût. Ce choix s'explique par d'une part la complexité réglementaire entourant la mise en place d'un compte de frais de recherche (désigné souvent par le sigle anglais RPA, *research payment account*) et d'autre part la pression des investisseurs finaux, qui considéreraient payer le prix de la recherche dans les commissions de gestion. Par ailleurs, les SGP ont été confrontées à une contrainte réglementaire qui les a, dans leur grande majorité, conduites à ne plus percevoir de rétrocessions de commissions de gestion.

¹⁴ Voir Annexe 1 sur le cadre réglementaire

¹⁵ Voir Annexe 1 sur le cadre réglementaire

... NOTAMMENT EN RATIONALISANT LEUR CONSOMMATION DE RECHERCHE

Dans tous les cas, il apparaît que les SGP sont désormais très attentives au budget de la recherche, comme l'ont révélé les auditions et les réponses au questionnaire de l'AMF diffusé par l'AFG¹⁶. Cette évolution a modifié la nature de la relation entre gérants d'actifs et courtiers.

Ainsi, une majorité de sociétés a opéré une sélection plus sévère des fournisseurs de recherche. Dans ce contexte, la direction financière des SGP a désormais un rôle plus important dans les arbitrages relatifs au budget d'achat de recherche. Aussi, certains auditionnés regrettent-ils que les gérants ne soient plus suffisamment représentés dans les comités de sélection des *brokers* surtout pour les gestions spécialisées sur les petites et moyennes valeurs.

Plusieurs exemples de rationalisation

À titre illustratif, certaines sociétés de gestion déclarent avoir réduit des 2/3 le nombre de fournisseurs de recherche sur les actions auxquels elles faisaient appel entre 2017 et 2018. Ces sociétés indiquent invariablement avoir conservé les services des acteurs mondiaux, qui proposent une offre diversifiée de services pour un prix bas, et des acteurs de niche, qui leur permettent de répondre à des besoins précis, non couverts par la recherche interne (par exemple, des intermédiaires qui donnent accès aux pays émergents). Ces sociétés insistent sur le fait qu'elles réévaluent régulièrement les producteurs de recherche sollicités, que ceux-ci soient de petite ou de grande taille.

Cette rationalisation, associée à la compétition de la recherche *sell side* sur les prix, a conduit à une baisse des budgets consacrés aux dépenses de recherche externe.

En prenant comme base le budget estimé 2017, les budgets 2018 ont baissé de 25 à 50 % puis, pour certains, encore de 30 à 50 % en 2019 selon les données de l'AFG.

Parallèlement, un mouvement d'internalisation de la recherche se renforce, essentiellement chez certains grands acteurs. Ce phénomène contribue à abaisser encore la demande de recherche. Il s'agit généralement d'un choix stratégique, les recherches internes et externes se complétant dans le processus de gestion.

Ce mouvement de rationalisation de l'analyse financière par les SGP, dans certains cas couplés à son internalisation, peut conduire en outre les sociétés de gestion, surtout lorsqu'elles ont une grande taille, à faire de moins en moins appel aux services de *corporate access* des *brokers*, en accédant directement aux émetteurs.

¹⁶ Questionnaire diffusé en octobre 2019 auprès des adhérents de l'AFG, et ayant reçu plus de 70 réponses

4. LA QUESTION DU PRIX DE LA RECHERCHE RESTE CENTRALE

LA RÉGLEMENTATION MIF 2 EST PEU CLAIRE CONCERNANT LE PRIX...

Après MIF 2, les acteurs, tant producteurs que consommateurs, doivent attribuer un prix à la recherche, alors que le paiement de celle-ci était auparavant lié au volume d'exécution. Ce faisant, MIF 2 a contribué à l'émergence du marché de la recherche qui, en soi, permet une meilleure transparence pour les acteurs. Cependant, la réglementation n'en a pas véritablement défini les règles fondamentales, notamment en matière de concurrence sur les prix, en partant du principe que le marché s'ajusterait de lui-même. Cette absence a eu pour conséquence de déstabiliser la position concurrentielle des acteurs européens.

La phase de négociation commerciale est à présent décrite comme très concurrentielle, tout particulièrement en 2019. La grande majorité des producteurs de recherche ajustent donc le prix des prestations à la baisse.

...CONDUISANT À L'INSTALLATION D'UNE CONCURRENCE EXACERBÉE AU DÉTRIMENT DE CERTAINS ACTEURS

Les offres multiservices de grands acteurs financiers mondiaux qui pratiquent des tarifications particulièrement compétitives pour la recherche¹⁷, servent à ce jour de référence pour une grande partie du marché, qui n'a eu d'autre choix que de s'aligner. Certains acteurs s'interrogent d'ailleurs sur l'adéquation entre la prestation de la recherche et le prix du service. Ils soulignent que plus le prix de la recherche ne cesse de baisser, plus il apparaît comme à un avantage accordé aux consommateurs de recherche.

Pour absorber ce choc de prix, plusieurs rapprochements, domestiques et internationaux, ont été réalisés ou envisagés par les acteurs de la recherche. Dans le même temps, plusieurs acteurs ont poursuivi des stratégies d'alliance paneuropéennes leur permettant de mutualiser leurs ressources et d'élargir leur offre.

De manière générale, et particulièrement sur le marché français, la réforme a fragilisé l'écosystème de la recherche, tant du côté des producteurs de recherche, dont les capacités sont amoindries, que du côté des consommateurs, pour qui la recherche est désormais un poste de coût explicite.

Les acteurs se sont adaptés, à travers des efforts importants de rationalisation, toujours en cours, dans un contexte global de déflation. Le segment des PME cotées est tout particulièrement affecté par ces changements, du fait notamment de la disparition de la péréquation qui existait chez les intermédiaires entre les grandes et les petites valeurs.

¹⁷ Les prix d'appel pour l'accès à des offres de recherche très vastes tournent autour de 10 000 euros par an. Elles sont toutefois souvent complétées de prestations à valeur ajoutées.

LES RECOMMANDATIONS DE LA MISSION

L'existence de recherche sur les valeurs cotées joue un rôle fondamental pour la valorisation des titres et leur liquidité. Assurer une production de recherche, en apportant aux marchés un niveau d'information fiable, contribue à l'efficacité du marché et, par conséquent, à la sécurité de l'épargne investie.

Le financement des entreprises par les marchés financiers est avant tout une question d'investissement des capitaux dans les valeurs mobilières. Cet investissement est aujourd'hui limité par des réglementations restrictives pour les investisseurs professionnels et une fiscalité insuffisamment incitative pour les particuliers. Des évolutions favorables dans ce domaine sont de nature à soutenir le développement du marché de la recherche.

Le dispositif MIF 2 organise le marché de la recherche. Ce dernier n'est pas complètement stabilisé. Sa mise en œuvre fait déjà apparaître plusieurs questions sur le fonctionnement de ce marché, marqué notamment par des tendances déflationnistes qui fragilisent un certain nombre de fournisseurs. En outre, la nouvelle réglementation a agi comme l'amplificateur de problèmes structurels affectant le segment des PME-ETI. L'analyse financière recule en effet sur ces valeurs, jusqu'à être parfois insuffisante, et ce alors que le financement des petites et moyennes valeurs constitue un enjeu essentiel pour le dynamisme de l'écosystème de Place. Celui-ci figure d'ailleurs au premier rang des objectifs de l'Union des marchés de capitaux, comme réaffirmé par le rapport Demarigny¹⁸, et les pouvoirs publics ont montré, à travers la loi Pacte¹⁹ et le rapport Tibi²⁰, la nécessité d'agir pour renforcer les capacités de financement des entreprises.

La persistance de producteurs de recherche variés, locaux et autonomes est essentielle à l'écosystème financier français. Dans ce contexte, la Mission propose trois blocs de propositions qui permettraient d'assurer et de développer les capacités de production d'analyse.

La première série de recommandations vise à renforcer l'offre de recherche. La deuxième propose d'accompagner le développement de l'analyse sponsorisée. La troisième enfin apporte de l'« oxygénation » au marché de la recherche à travers une série d'ajustements du cadre actuel.

La Mission invite également l'AMF, à examiner rapidement les recommandations de ce rapport relevant du domaine réglementaire et à formuler des propositions susceptibles de faire évoluer le cadre national et/ou européen.

1. RENFORCER LES CAPACITÉS DE PRODUCTION ET DE DIFFUSION DE LA RECHERCHE

Compte tenu de l'utilité de la recherche pour le fonctionnement des marchés, renforcer les capacités de production et de diffusion d'analyse ressort donc comme une condition primordiale pour un financement efficace de l'économie, notamment sur le segment des petites et moyennes valeurs.

1.1. ASSURER LE BON FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DE LA RECHERCHE AU NIVEAU DES PRIX

MIF 2 a conduit au développement d'offres de prestations de recherche à des prix extrêmement bas, qui semblent aller au détriment d'un environnement concurrentiel sain. Plusieurs acteurs considèrent les prix auxquels sont vendus la recherche comme

¹⁸ *Savings and Sustainable Investment Union*, The Next CMU High-Level Group, octobre 2019

¹⁹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

²⁰ Rapport Philippe Tibi, *Financer la IV^e révolution industrielle - Lever le verrou du financement des entreprises technologiques*, juillet 2019

particulièrement compétitifs, sans comparaison avec ceux qui étaient proposés jusque-là, s'apparentant même à des pratiques de *dumping*.

La réglementation MIF 2 ne fixe pas de juste prix, et l'AMF n'est pas un régulateur de la concurrence. Il n'est pas certain par ailleurs qu'il soit aisé de démontrer l'existence de formes de subventions croisées qui permettraient à des groupes financiers diversifiés et internationaux d'exercer une concurrence déloyale vis-à-vis des acteurs européens soumis à MIF 2.

La Mission considère cependant qu'une offre de recherche étoffée, impliquant une allocation de ressources importantes, et proposée à des prix très bas, pourrait s'apparenter à une forme d'incitation²¹.

En premier lieu, ce sujet pourrait être rappelé et précisé par l'AMF dans son guide sur le financement de la recherche dans le cadre de MIF 2 (le « Guide »)²².

Par ailleurs, la Mission estime que le cadre européen pourrait être modifié afin d'introduire plus explicitement une forme d'adéquation entre le prix de la recherche et son coût de production (voir partie 3.1 ci-après).

En parallèle, l'AMF pourrait signaler aux autorités compétentes, qu'il s'agisse de l'Autorité de la concurrence ou de la Direction générale de la concurrence de la Commission européenne, les différentes pratiques posant problème sur ce marché.

1.2. LANCER UNE « PLACE DE RECHERCHE » POUR AUGMENTER L'OFFRE

La faiblesse structurelle du marché, aggravée par les changements MIF 2

La production de recherche sur les valeurs petites et moyennes est la faiblesse structurelle, régulièrement identifiée, du marché financier à Paris. Les initiatives prises par l'industrie financière et les pouvoirs publics pour y remédier n'ont pas permis d'inverser cette situation pénalisante pour les entreprises et les investisseurs.

Les changements introduits par MIF2 sont à l'origine d'une nouvelle dégradation du taux de couverture par l'analyse financière de ces sociétés. La mutualisation des chiffres d'affaires réalisée sur l'exécution et la recherche n'est en effet plus autorisée.

La solution de l'analyse « sponsorisée »

Pour remédier à cette situation, les prestataires de services d'investissement ont conçu l'analyse « sponsorisée » par l'émetteur qui, du reste, est généralisée sur la place financière londonienne. Les émetteurs y trouvent un intérêt puisque, en procurant aux investisseurs une information sur les sociétés, elle permet à ces entreprises de continuer à présenter au marché financier leur résultat.

Toutefois, cette solution, aussi qualitative et déontologique qu'elle puisse être, ne remplace pas la production d'analyse indépendante au sens où elle est produite par l'industrie du marché financier pour les investisseurs.

Une nouvelle économie de la recherche indépendante

C'est donc une nouvelle économie de la recherche indépendante qu'il faut bâtir. Le législateur a voulu que la recherche devienne un marché à part entière. La place financière de Paris a un intérêt stratégique collégial évident à l'organiser. La qualité, la quantité et la

²¹ Le concept d'allocation des ressources est mentionné dans le considérant 30 de la directive déléguée du 7 avril 2016, qui précise : « *Cependant, tout avantage non pécuniaire qui suppose l'allocation de ressources importantes par un tiers à l'entreprise d'investissement n'est pas considéré comme mineur et est réputé compromettre le respect, par l'entreprise d'investissement, de son obligation d'agir au mieux des intérêts de ses clients.* »

²² *Guide sur le financement de la recherche par les prestataires de services d'investissement dans le cadre de MIF 2*, publié le 17 janvier 2018

périodicité de l'information financière qualifiée et indépendante sont en effet des instruments de compétitivité de premier ordre, pour valoriser les entreprises, attirer les capitaux, optimiser la liquidité, en deux mots, financer l'économie.

La « place de recherche »

Un tel marché prendrait la forme d'une « place de recherche » virtuelle. Les prestataires de services d'investissement et les cabinets de recherche y échangent, avec les investisseurs, des analyses financières. Les investisseurs sont volontaires pour mutualiser le financement de l'analyse. Ils la payent au tarif de marché. Elles portent sur les valeurs petites, moyennes, innovantes au moment de l'introduction sur le marché financier. Ainsi, cette analyse indépendante s'ajoute à l'analyse payée par l'émetteur à l'occasion de l'offre publique.

La communauté financière pour l'intérêt économique commun

La « place de recherche » est naturellement temporaire, jusqu'à ce que le marché soit construit et trouve son équilibre dans l'environnement MiF2. Elle est évidemment gouvernée par la place financière de Paris²³.

La relance de la recherche, notamment celle sur les petites et moyennes valeurs, ainsi que sur les sociétés innovantes, est un projet de la communauté financière de Paris qui peut trouver à se rassembler dans l'intérêt économique commun du financement des entreprises et du marché financier.

La Mission propose que l'AMF apporte, dans la limite de ses attributions, son concours à la place financière de Paris, pour créer la « place de recherche » qui soutienne et développe la recherche indépendante.

²³ Le modèle pourrait être organisé de la façon suivante :

- (i) les émetteurs éligibles : toute société dont la capitalisation est au plus de cent cinquante millions d'euros qui procède à une offre publique ou qui y a procédé une ou deux années antérieurement à l'année de lancement de la « place de recherche » et qui dispose pour la raison ci-avant d'une analyse ;
- (ii) les analystes éligibles : les analystes de la place de Paris, dans leur structure respective ;
- (iii) l'attribution de l'analyse : elle est assurée par la « place de recherche » aux analystes volontaires en fonction de critères d'expertise, de déontologie et de diffusion ;
- (iv) la diffusion de l'analyse : l'analyste et sa structure, l'émetteur, les professionnels, réseaux et plateformes, la « place de recherche » ;
- (v) le prix de l'analyse : le prix de marché ;
- (vi) les financeurs : investisseurs publics français et européens comme CDC, Bpifrance, BEI, privés français et européens ;
- (vii) le modèle d'affaires : sociétés introduites, analyses financées en recherche initiale et de suivi, frais d'exploitation de la « place de recherche ». L'ordre de grandeur du budget de trois années est de 3 millions d'euros. Par exemple avec l'hypothèse de 20 sociétés introduites par an de l'année n à n+2, de 20 000 € par analyse initiale et 10 000 € par analyse de suivi n+1 et n+2, du prix le budget annuel de n = 400 000 €, n+1 = 600 000 €, n+2 = 800 000 €, serait au total de 1 800 000 €, auquel s'ajouterait le budget d'exploitation faible dans la mesure où les activités sont externalisées ;
- (viii) le modèle juridique : une structure juridique appropriée dont l'actif serait composé par des analyses et le passif composé des parts des financeurs.

1.3. APPORTER UN SOUTIEN FINANCIER À LA PRODUCTION DE RECHERCHE SUR LES ENTREPRISES INNOVANTES

La recherche sur les entreprises innovantes, outre qu'elle concerne des entreprises de petite taille pour des risques élevés, portent sur des technologies et des marchés qui nécessitent des investissements importants pour les connaître tout simplement.

Par ailleurs, les entreprises innovantes bénéficient d'avantages importants en matière de financement de la part de la puissance publique, qui souhaite favoriser leur développement. C'est notamment le cas à travers les programmes de financement dédiés à ces entreprises par Bpifrance.

C'est pourquoi la Mission propose d'établir un parallélisme entre le soutien financier public à l'innovation et la recherche sur une entreprise innovante faisant une offre au public ou déjà cotée, en faisant bénéficier à cette recherche des programmes de financement de Bpifrance.

Le régime de TVA applicable à la production de recherche, notamment pour les cabinets d'analystes indépendants, peut introduire un biais dans le choix de l'analyste par le consommateur.

La Mission propose une harmonisation du régime de la TVA des acteurs du marché de la recherche avec celui des consommateurs de recherche, notamment celui des gérants.

1.4. ANTICIPER LA MONTÉE EN PUISSANCE DE NOUVELLES FORMES D'ANALYSE, DONT L'ESG

De nouvelles formes d'analyse, s'appuyant par exemple sur l'exploitation des mégadonnées (*big data*) ou l'intelligence artificielle, connaissent un fort développement. La prise en compte des considérations extra-financières, tout particulièrement des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), se renforcent. Ces évolutions sont des opportunités pour le développement du marché de la recherche et des acteurs de la place.

La prise en compte de ces changements constitue un enjeu stratégique de compétitivité pour la Place, qui pourrait devenir un centre de production de référence pour ces types de recherches.

La Mission propose d'encourager ces nouveaux secteurs de l'analyse en agissant notamment sur la certification des analystes appelés à produire sur l'ESG.

La Mission propose également de doter les entreprises d'analyses innovantes d'un écosystème susceptible de leur apporter des capitaux et de la demande comme le fait pour la gestion le Fonds de place Émergence.

1.5. ENVISAGER UNE MISE À CONTRIBUTION ÉQUITABLE DES PARTICIPANTS DE MARCHÉ

Les marchés financiers sont marqués par un développement rapide de la gestion passive. Cette gestion bénéficie d'un mécanisme de formation des prix auquel elle ne contribue pas. Il y a en quelque sorte un « passager clandestin » dans le marché de la recherche. Cette situation établit un biais à un moment où la recherche devient une prestation intellectuelle payante.

La Mission recommande l'ouverture d'une réflexion sur ce sujet au niveau européen, afin que les consommateurs de recherche, directement ou pas, contribuent au paiement de la recherche.

2. ACCOMPAGNER LE DÉVELOPPEMENT DE L'ANALYSE SPONSORISÉE

Le développement de l'analyse financée par les émetteurs, désignée généralement par le terme « sponsorisée », est observé depuis la mise en place de MIF 2. Les échanges entre la Mission et les acteurs de la Place ont montré que sa progression accélère en 2019. Ce phénomène traduit un mouvement d'adaptation des brokers au modèle économique de la production de recherche post-MIF 2. D'ailleurs, dans plusieurs pays européens, des règles poussent les émetteurs à se doter d'un engagement d'analyse de long terme. Ainsi, en Italie les marchés Borsa Italiana (dont AIM Italie) obligent l'émetteur à payer une analyse. De même, l'AIM Londres impose aux sociétés cotées de garder un courtier qui, dans la plus grande partie des cas, fournit une analyse.

En France, des émetteurs trouvent un intérêt à financer eux-mêmes leur analyse pour conserver une forte visibilité auprès des investisseurs.

Cette production est devenue une réalité dans notre écosystème. Son intérêt a été reconnu par l'essentiel des investisseurs et des sociétés de gestion auditionnés.

Cependant, la reconnaissance de cette analyse pâtit de la disparité des pratiques et d'une interrogation quant à son indépendance. Il convient donc de s'assurer d'une parfaite exécution de cette recherche et d'une parfaite transparence quant à son financement par l'émetteur.

La reconnaissance de la valeur de l'analyse sponsorisée nécessite de définir de bonnes pratiques. Un cadre régulateur de l'analyse sponsorisée intégrerait le terme pour désigner cette analyse, la charte, le contrat, l'autorégulation et la diffusion.

Désigner l'analyse payée par l'émetteur

Si les parties s'accordent sur la nécessité d'afficher le commanditaire pour éviter le conflit d'intérêt, la désignation de cette recherche fait l'objet d'un large débat entre les tenants de la qualification « document à caractère promotionnel » et la dénomination « analyse payée par la société ... ».

La Mission propose d'opter pour l'expression « analyse payée par la société ... », en prévoyant une information claire et systématique sur la note de recherche. Ainsi, l'analyse serait normalisée pour porter sans ambiguïté et immédiatement à la connaissance du lecteur les liens entre l'analyste et l'émetteur.

La charte de l'analyse payée par l'émetteur

L'établissement de la Charte de l'analyse payée par l'émetteur (la « Charte ») apparaît comme un outil incontournable pour qualifier les productions. Une telle Charte apporterait une garantie quant à l'indépendance intellectuelle de l'analyste, à son expertise et aux conditions de sa production.

En outre, cette Charte préciserait les exigences déontologiques du métier d'analyste, assurerait que recherche non sponsorisée et analyse payée par l'émetteur soient produites dans les mêmes conditions de qualité et traiterait de la question de la diffusion de ces analyses. Les premiers travaux menés par les associations professionnelles vont en ce sens.

La Mission recommande l'ouverture immédiate d'une concertation de place avec la participation de l'AMF pour établir cette Charte.

Le contrat-type de l'analyse payée par l'émetteur

Outre la Charte, un contrat-type entre émetteurs et analystes serait élaboré. Son objectif est d'identifier et de délimiter les relations entre les acteurs.

Pour assurer encore davantage l'indépendance de l'analyse, la Mission recommande que les dispositions de ces contrats prévoient des durées suffisamment longues pour que la relation échappe aux conflits d'intérêt, et en rapport avec le cycle de l'analyse initiale et de son suivi.

De plus, un tel contrat serait clairement distinct des offres de fourniture de liquidité²⁴ ou d'autres services apportés par le producteur de recherche.

L'autorégulation

La Mission recommande que la Société française des analystes financiers* assure la supervision du dispositif et soit le recours des analystes et de leur structure pour les questions déontologiques qu'ils pourraient rencontrer.

La diffusion de l'analyse payée par l'émetteur

Il est de l'intérêt de la place financière de donner une large diffusion à cette recherche. Cette dernière dépend des conditions contractuelles entre le producteur et l'émetteur. Il serait de l'intérêt de la Place qu'une large diffusion de cette analyse soit organisée.

À cet égard, la Mission recommande que cette diffusion soit rendue possible par les grands fournisseurs-agrégateurs d'information financière et les plateformes d'information financière.

La Mission estime qu'une réflexion pourrait être menée au niveau européen sur l'analyse payée par les émetteurs compte tenu de la diversité des situations.

3. AU REGARD DE L'EXPÉRIENCE, DES ÉLÉMENTS DU CADRE RÉGLEMENTAIRE À AJUSTER

Depuis la mise en œuvre de MIF 2, la pratique a mis en évidence le fait qu'un certain nombre d'exigences, qui avaient pour objectif d'améliorer la protection des investisseurs, ont en pratique constitué un frein à la production de la recherche. La Mission propose en conséquence une série d'ajustements dont les effets combinés pourraient faciliter l'activité des intermédiaires et améliorer le marché de la recherche. En outre, les problèmes d'ajustement des prix sur ce marché devraient conduire à l'intégration d'un principe permettant d'agir sur les prix

3.1. INTRODUIRE UN CONCEPT DE « CONDITIONS COMMERCIALES RAISONNABLES »

Le prix a déjà été introduit dans la réglementation MIF 2 sous la forme du concept de conditions commerciales raisonnables (*reasonable commercial basis* – RCB), à propos du coût des données de marché²⁵.

Afin d'assurer un meilleur fonctionnement du marché, l'introduction dans le régime MIF 2 d'un concept de prix représentatif du service est souhaitable.

3.2. SIMPLIFIER L'ACCÈS AUX ÉMETTEURS (CORPORATE ACCESS)

Plusieurs auditionnés font état d'une confusion entre les prestations de conciergerie et le *corporate access*. Par prudence, de nombreux professionnels choisissent d'inclure la conciergerie dans l'enveloppe du *corporate access*.

²⁴ La pratique des contrats de liquidité est permise par le Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« règlement MAR »)

* Il est rappelé que Thierry Giami est à ce jour président de la SFAF

²⁵ Article 13 du Règlement MiFIR et article 64 de la directive MiFID 2. Si cette notion est utilisée dans MIF 2 pour limiter le coût des données, elle serait ici utile pour s'assurer de l'adéquation entre prix et service rendu

La Mission estime raisonnable de considérer les services de conciergerie comme un avantage non monétaire mineur parce qu'ils n'influencent pas la décision de l'investisseur. Il appartient à l'investisseur de veiller au respect des règles encadrant les conflits d'intérêt²⁶.

3.3. ASSOULPIR LES CONDITIONS ENTOURANT LA PÉRIODE D'ESSAI

Les conditions strictes encadrant la période d'essai devraient être assouplies afin de faciliter les relations commerciales. Les régulateurs européens autorisent aujourd'hui la période d'essai, considérée comme avantage non monétaire mineur, lorsqu'elle remplit certaines conditions²⁷.

Il serait bénéfique pour l'écosystème que cette période d'essai soit assouplie, selon deux axes.

D'une part, la Mission recommande que **les conditions exigées pour la qualification d'avantage non monétaire mineur ne soient applicables que pour une catégorie d'instruments financiers sur une période d'essai donnée. Ainsi, un consommateur de recherche pourrait recourir à plusieurs périodes d'essai au sein d'un même établissement, mais sur des catégories d'instruments financiers différents (par exemple actions/obligations/dérivés).**

D'autre part, la Mission propose **de permettre la reconduction de la période d'essai et de réduire la durée entre deux périodes d'essai**. Sa durée, précisée par l'AMF dans son Guide ainsi que par l'AEMF²⁸, est aujourd'hui de trois mois et ne peut être reconduite par les parties durant les douze mois suivant sa fin. En permettant une reconduction de la période d'essai auprès d'un même fournisseur, il sera plus aisé pour une société d'évaluer la qualité de la recherche sur un nouvel univers d'investissement durant une période pouvant s'étendre jusqu'à un semestre, en tenant compte du cycle de la recherche notamment.

Enfin, la Mission recommande de ramener à six mois la durée entre deux périodes d'essai pour permettre à la présentation de services d'analyse d'être en phase avec l'actualité du marché financier et la survenance d'événements qui ont un impact sur les valeurs mobilières.

3.4. ASSURER UNE DIVERSITÉ DES ACTEURS : ENVISAGER DES EXONÉRATIONS OU UNE FORME DE PROPORTIONNALITÉ

Une réflexion approfondie devrait également être menée afin d'introduire davantage de **proportionnalité** dans les règles encadrant le financement de la recherche. Les demandes de proportionnalité en la matière ne sont pas nouvelles, et celle-ci peut prendre plusieurs formes.

Envisager une proportionnalité sur les petites valeurs

La proportionnalité peut ainsi être appliquée en fonction **du type de valeurs couvertes** : les analyses portant sur les petites et moyennes entreprises n'entreraient pas dans le dispositif de l'article 13 et seraient donc exonérées – en tout ou partie – des obligations d'établissement d'un budget *ex ante*, de suivi et de révision de ce budget. Plus précisément, il est proposé que, dans le cas où un montant est communiqué au client, celui-ci puisse être dépassé à tout moment dès lors qu'il est possible de le justifier en *ex post*.

Envisager une proportionnalité sur les petits consommateurs de recherche

Même si en pratique il n'y a pas un lien direct entre la taille d'une SGP et les catégories d'actifs dans lequel elle investit, la proportionnalité peut également porter sur les **établissements consommateurs de recherche** (sociétés de gestion) de petite taille, selon des modalités

²⁶ Cette approche pourrait être menée à travers une question-réponse de l'AEMF ou plus sûrement au niveau d'un acte délégué

²⁷ Voir Annexe 1

²⁸ Cf. Question-réponse n°12, section 7 du document *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*

diverses. Le critère de la taille pourrait être mesuré en fonction du montant des actifs gérés ou, comme le droit français antérieur à MIF 2 le prévoyait, par rapport aux dépenses en matière de recherche. Ces établissements pourraient ne pas être soumis au dispositif MIF 2, ce qui permettrait le retour d'une forme de mutualisation.

Une autre solution consiste à concevoir un dispositif allégé pour les consommateurs de recherche soumis à MIF 2, qui pourraient se voir exonérés d'une partie des exigences, en leur proposant une forme de « compte de frais allégé », étant entendu que les exigences actuelles liées à cette méthode de paiement largement retenue par les petits acteurs sont souvent critiquées pour la lourdeur administrative et procédurale qu'elles impliquent. Sous un seuil restant à définir, l'établissement consommateur de recherche devrait par exemple évaluer un budget global au niveau de l'entreprise, sans distinction de stratégie/univers d'investissement, ni détail des prestations. De manière alternative, il pourrait être envisagé d'exonérer ce type d'établissements de l'obligation d'établir un budget ex ante, qui empêche le pilotage du budget en cours d'année même en cas de besoins supplémentaires de recherche. Cet établissement pourrait même être libéré de l'obligation d'accord ex ante de leurs clients, tout en maintenant la diffusion de l'information au client par un autre canal.

Limiter l'impact de MIF 2 sur l'analyse indépendante

Les analystes financiers indépendants, définis comme les analystes ne fournissant **aucune autre prestation** que l'offre de recherche, ont beaucoup souffert depuis la mise en œuvre de la réforme, alors même que leur offre est par nature exempte de conflits d'intérêts²⁹.

Il est donc nécessaire d'exprimer clairement que leur offre n'est pas soumise au régime MIF 2 sur l'analyse financière, et que les consommateurs peuvent acheter leur production en dehors des règles MIF 2. Ce régime dérogatoire permettrait aux consommateurs de recherche soumis à MIF 2 de recevoir librement les analyses produites par ces acteurs indépendants sans crainte de risque juridique, car aucune contrainte de transparence client ou de justification de l'utilité pour la prise de décision de gestion et d'achat au bon prix ne serait applicable.

La Mission recommande que la production d'analyse par des cabinets financiers indépendants tels que définis ci-dessus fassent l'objet d'un régime dérogatoire aux dispositions de MIF 2 et que cette dérogation porte effet au plus vite compte tenu de la situation critique de ces analystes.

3.5. ÉVALUER LA PERTINENCE DU CONCEPT D'AVANTAGE (INDUCEMENT) POUR LA RECHERCHE

Une réflexion plus générale pourrait être menée sur l'opportunité de sortir du régime des avantages (*inducements*) les travaux d'analyse financière, tout en prenant en compte le coût d'un tel changement, notamment organisationnel, pour les acteurs. Cette qualification et l'ensemble des conséquences qu'elle emporte n'ont fait ni l'objet d'un débat politique ni d'une analyse coûts-avantages au moment de l'introduction du dispositif à travers l'élaboration des mesures d'application de MIF 2, dites de niveau 2, en 2014-2016. Il faudrait à tout le moins évaluer si un régime *ad hoc* pourrait être mis en place par lequel seule la recherche fournie gratuitement (ou à un prix manifestement sous-évalué) ferait l'objet d'un encadrement. La rigueur accrue des règles encadrant les conflits d'intérêts et les exigences en matière de meilleure exécution pourraient suffire à gérer les risques de conflits d'intérêts.

La Mission propose que l'AMF demande à l'Autorité européenne que cette dernière effectue dès 2020 un premier bilan européen, qualitatif et quantitatif, sur les mesures d'application MIF2.

²⁹ Pour rappel, le considérant 27 de la Directive déléguée revient sur l'objectif de ces dispositions en indiquant que, par le respect de l'article 13, les établissements consommateurs de recherche veillent « à ce que le financement de la recherche obtenu par les frais prélevés auprès des clients ne soit pas lié au volume ou à la valeur d'autres services ou d'autres avantages, ni ne serve à aucune autre fin, comme couvrir des frais d'exécution »

4. INCITER À INVESTIR L'ÉPARGNE-RETRAITE ET L'ÉPARGNE-SALARIALE DANS LES PME COTÉES

Le marché de la recherche bénéficierait évidemment du développement du financement par les marchés et de l'accroissement du nombre de sociétés cotées.

Le financement des entreprises par le marché financier nécessite d'organiser des incitations à l'investissement dans les petites et moyennes valeurs, compte tenu de la faible capitalisation de ces valeurs, de l'étroitesse de leur flottant et de la liquidité limitée. À ceci s'ajoutent une réglementation restrictive pour l'investissement « actions » de l'épargne collective comme l'assurance vie. Aussi le gouvernement a-t-il récemment pris des mesures sur les plans d'épargne retraite et le forfait social applicable aux entreprises de nature à augmenter les capitaux investis dans les petites et moyennes entreprises.

À l'instar de la proposition du rapport Tibi visant à introduire des fonds labellisés French Tech Investment, la Mission propose que l'épargne-salariale et l'épargne-retraite soient incitées à investir dans des fonds placés en PME-ETI cotées ou un mélange de grandes et petites ou moyennes valeurs, en dupliquant le cadre des fonds labellisés « investissement socialement responsable » (ISR) et « solidaires ».

CONCLUSION

Maintenir des capacités de production de recherche est essentiel à la qualité de l'écosystème de Place et, en définitive, à la capacité d'obtenir localement des financements de marché.

Le dispositif encadrant le financement de la recherche introduit par MIF 2 a fortement fragilisé un certain nombre d'acteurs. Le segment des petites et moyennes valeurs, qui souffraient antérieurement d'une couverture assez faible, connaît une situation davantage dégradée.

Consolider la production d'analyse sur les valeurs paraît un objectif réaliste. Les prochaines discussions autour d'une revue de MIF 2 laissent entrevoir des possibilités d'aménagement. Cette revue s'inscrit dans un contexte français et européen favorable au financement des entreprises par le marché financier.

L'effort de mobilisation des acteurs de la Place, qui ont répondu présent lors des travaux de la Mission, demeure essentiel pour assurer le développement de la recherche par l'émergence de solutions appropriées.

La Mission estime que la mise en œuvre efficace des recommandations et la production de résultats tangibles sont des facteurs clés du succès de la Place. La Mission invite les organisations professionnelles du marché à prendre l'initiative d'un plan de relance de la recherche, à en organiser le déploiement et en mesurer les effets.

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS DE LA MISSION

I. Renforcer les capacités de production et de diffusion de la recherche

- Assurer le bon fonctionnement du marché de la recherche au niveau des prix

Ce sujet pourrait être rappelé et précisé par l'AMF dans son guide sur le financement de la recherche dans le cadre de MIF 2 (le « Guide »).

Par ailleurs, la Mission estime que le cadre européen pourrait être modifié afin d'introduire plus explicitement une forme d'adéquation entre le prix de la recherche et son coût de production.

- Lancer une « place de recherche » pour augmenter l'offre

La Mission propose que l'AMF apporte, dans le cadre de ses attributions, un concours actif à la place financière de Paris, pour créer la « place de recherche » qui soutienne et développe la recherche indépendante.

- Apporter un soutien financier public à la production de recherche

La Mission propose d'établir un parallélisme entre le soutien financier public à l'innovation et la recherche sur une entreprise innovante faisant une offre au public ou déjà cotée, en faisant bénéficier à cette recherche des programmes de financement de Bpifrance.

La Mission propose une harmonisation du régime de la TVA des acteurs du marché de la recherche avec celui des consommateurs de recherche, notamment celui des gérants.

- Anticiper la montée en puissance de nouvelles formes d'analyse, dont l'ESG

La Mission propose d'encourager ces nouveaux secteurs de l'analyse en agissant notamment sur la certification des analystes appelés à produire sur l'ESG.

La Mission propose également de doter les entreprises d'analyses innovantes d'un écosystème susceptible de leur apporter des capitaux et de la demande comme le fait pour la gestion le Fonds de place Émergence.

- Envisager une mise à contribution équitable des participants de marché

La Mission recommande l'ouverture d'une réflexion sur ce sujet au niveau européen, afin que les consommateurs de recherche, directement ou pas, contribuent au paiement de la recherche.

II. Accompagner le développement de l'analyse sponsorisée

La reconnaissance de la valeur de l'analyse sponsorisée nécessite de définir de bonnes pratiques. Un cadre régulateur de l'analyse sponsorisée intégrerait le terme pour désigner cette analyse, la charte, le contrat, l'autorégulation et la diffusion.

La Mission propose d'opter pour l'expression « analyse payée par la société ... », en prévoyant une information claire et systématique sur la note de recherche.

La Mission recommande l'ouverture immédiate d'une concertation de place avec la participation de l'AMF pour établir cette Charte.

La Mission estime qu'une réflexion pourrait être menée au niveau européen sur l'analyse payée par les émetteurs compte tenu de la diversité des situations.

III. Au regard de l'expérience, des éléments du cadre réglementaire à ajuster

- Introduire un concept de « bases commerciales raisonnables »

Afin d'assurer un meilleur fonctionnement du marché, l'introduction dans le régime MIF 2 d'un concept de prix représentatif du service est souhaitable.

- Simplifier l'accès aux émetteurs (*corporate access*)

La Mission estime raisonnable de considérer les services de conciergerie comme un avantage non monétaire mineur parce qu'ils n'influencent pas la décision de l'investisseur. Il appartient à l'investisseur de veiller au respect des règles encadrant les conflits d'intérêt.

- Assouplir les conditions entourant la période d'essai

La Mission recommande que les conditions exigées pour la qualification d'avantage non monétaire mineur ne soient applicables que pour une catégorie d'instruments financiers sur une période d'essai donnée. Ainsi, un consommateur de recherche pourrait recourir à plusieurs périodes d'essai au sein d'un même établissement, mais sur des catégories d'instruments financiers différents (par exemple actions/obligations/dérivés).

La Mission propose de permettre la reconduction de la période d'essai et de réduire la durée entre deux périodes d'essai.

La Mission recommande de ramener à six mois la durée entre deux périodes d'essai pour permettre à la présentation de services d'analyse d'être en phase avec l'actualité du marché financier et la survenance d'événements qui ont un impact sur les valeurs mobilières.

- Assurer une diversité des acteurs : envisager des exonérations et/ou une forme de proportionnalité

Une réflexion approfondie devrait également être menée afin d'introduire davantage de proportionnalité dans les règles encadrant le financement de la recherche.

La Mission recommande que la production d'analyse par des cabinets financiers indépendants tels que définis ci-dessus fassent l'objet d'un régime dérogatoire aux dispositions de MIF 2 et que cette dérogation porte effet au plus vite compte tenu de la situation critique de ces analystes.

- Évaluer la pertinence du concept d'avantage (*inducement*) pour la recherche

La Mission propose que l'analyse des coûts-avantages des mesures d'application MIF 2 soit demandée à l'Autorité européenne et réalisée dans les meilleurs délais pour effectuer un premier bilan européen sur le surcroît de compétitivité du marché financier, de gain pour les investisseurs et de solutions aux conflits d'intérêt.

LISTE DES AUDITIONNÉS ET DES CONTRIBUTIONS

Assistance à la rédaction du rapport des services de l’Autorité des Marchés (AMF) :

Victor Maurin (rapporteur), Anne Désire, Patrice Aguesse et Marianne Jarlaud.

Auditionnés par la Mission

AG2R La Mondiale

Philippe Brossard

Régis Longlade

AlphaValue

Pierre-Yves Gauthier

Amundi

Pascal Blanqué

Christophe Kieffer

Luc Mouzon

Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)

Barbara Antonides

Salvatore Gnoni

Evert van Walsum

Association française de la gestion financière (AFG)

Régis Bégué

Arthur Clouard

Arabelle Conte

Matthieu Leblanc

Éric Pinon

Antonin des Rotours

Patrick Simion

Association française des investisseurs institutionnels (Af2i)

Jean-François Boulier

Jean Eyraud

Association française des marchés financiers (AMAFI)

Emmanuel de Fournoux

Stéphane Giordano

Bertrand de Saint Mars

Association française des sociétés financières (ASF)

Dominique Goirand

Françoise Palle-Guillabert

Autorité des marchés financiers (AMF)

Natasha Cazenave

Philippe Guillot

Astrid Milsan

Philippe Sourlas

Commissions consultatives de l’AMF

Commission consultative Émetteurs

Commission consultative Gestion et Investisseurs institutionnels

AXA Investment Managers

Isabelle de Gavoty

BlackRock

Helen Jewell
Patricia Keller
Aziz Khamri
Martin Parkes

Bpifrance

Marin Beckmann
Emmanuel Blot
Marc-Antoine Gest
Bertrand de Saint Chaffray

Bryan, Garnier & Co

Éric Le Berrigaud
Nicolas-Xavier de Montaigut

CDC Croissance

Christophe Bourdillon
Aude Contamin

Cliff

Olivier Psaume

Direction générale du Trésor

Simon Freycenet
Sébastien Raspiller
Clément Seitz

Egerton Capital UK LPP

Ralph Kanza

Eleva Capital

Diane Bruno

Euronext

Anthony Attia

Exane

Xavier de La Maisonneuve
Ben Spruntulis
Nick Webb

Financial Conduct Authority (FCA)

Mhairi Jackson
Adam Wreglesworth

Financière Arbevel

Jean-Baptiste Delabare

Gilbert Dupont

Guillaume Cuvillier
Pascal Mathieu

Goldman Sachs

Anna Meek
John Sawtell
Arjun Singh-Muchelle

IDMidCaps

Sébastien Fajjean

Kepler Cheuvreux

Laurent Albou
Pierre Boucheny
Guillaume Cadiou
Mathieu Labille

MainFirst Bank AG

Sébastien Guillaume

Midcap Partners

Charles-Henri Berbain
Charles-Louis Planade

Middlenext

Dominique Ceolin

ODDO BHF

Grégoire Charbit
Philippe Oddo
Christophe Tadié

Oudart Gestion

Nicolas Brault

Rapport « Financer la IV^e révolution industrielle – Lever le verrou du financement des entreprises technologiques »

Monsieur Fabrice Demarigny, expert

Rapport « Savings and Sustainable Investment Union »

Monsieur Philippe Tibi, expert

ResearchPool

Anne Gaignard

Antoine Loudenot

Société française des analystes financiers (SFAF)

Bruno Beauvois
Anne Bellavoine
Éric Bleines
Barbara Cohen
François Digard
Bénédicte Thibord

Société Générale

Jean-François Grégoire
Brigitte Richard-Hidden

Marie-Jeanne Missoffe, ancienne responsable du pôle croissance de Mandarin Gestion

Auditionnés par les rapporteurs de la Mission

Comité Valeurs moyennes de l'AMAFI

Laurent Albou
Pierre Boucheny
Éric Le Boulch
Sébastien Guillaume
Marc-Antoine Guillen
Steve Levy
Vincent Le Sann
Pascal Mathieu
Mehdi Ounjema
Sylvain Tessier

Autres contributeurs

CFA Institute

Inbound Capital

David Chermont

Industrie, Bourse, International – IBI

Technicolor

ANNEXES

1. MÉTHODE DE TRAVAIL DE LA MISSION

La Mission s'est attachée à dresser un constat à la fois quantitatif et qualitatif de MIF 2, en rassemblant les analyses d'une large palette de parties prenantes.

Entre septembre et octobre 2019, la Mission a ainsi mené une série d'auditions auprès de 41 acteurs du secteur financier, représentants de 38 institutions de tailles et métiers variés – acteurs de la gestion active et passive, du *hedge fund*, du courtage, de la banque d'investissement, de sociétés d'analyse financière indépendante, mais aussi de fournisseurs de solutions de plateformes –, ainsi que des délégations d'associations professionnelles, des experts et des autorités publiques – AMF, Financial Conduct Authority (FCA), Trésor, Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). L'essentiel des acteurs rencontrés étaient basés à Paris, mais la Mission a également échangé avec plusieurs acteurs basés à Londres.

Tous ont salué le caractère opportun de cette étude, près de deux ans après la mise en œuvre de MIF 2.

Sur la même période, la Mission a également recueilli l'avis des commissions consultatives marché, gestion et émetteurs de l'AMF, et a reçu un certain nombre de contributions des acteurs de la Place – notamment d'émetteurs – à travers un appel à commentaires publié sur le site Internet de l'AMF.

En outre, la Mission a analysé les résultats d'un questionnaire auquel plus de 70 sociétés de gestion ont répondu, et d'une enquête de l'AMF menée auprès d'une quinzaine de courtiers.

Enfin, la Mission a tiré parti des résultats des travaux menés par l'initiative de place MiFIDVision, pilotée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et réunissant les principales composantes de l'écosystème (Association française de la gestion financière (AFG), Association française des investisseurs institutionnels (Af2i), AMAFI (Association française des marchés financiers), Cliff, Mouvement des entreprises de France (Medef), Euronext, entre autres), ainsi que des analyses menées par l'AMF depuis l'entrée en application de la directive MIF 2.

2. CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE ET OBJECTIF GÉNÉRAL DE LA RÉFORME

Avant la directive concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF 2 »)³⁰ et en matière de recherche financière, les textes européens traitaient essentiellement les conflits d'intérêts susceptibles d'affecter les entités productrices, sans influencer significativement sur le modèle de financement.

Au plan international, le traitement réglementaire de la recherche financière restait déterminé par le rapport et la déclaration des principes (*statement of principles*) émis par l'OICV en septembre 2003. Centrés sur la gestion des conflits d'intérêts pour les analystes *sell side* et les entités les employant, ces deux documents avaient édicté des grands principes comme la nécessité d'assurer que l'intégrité des analystes n'était pas mise en cause par leurs intérêts financiers et leurs transactions personnelles, ni par les transactions et les relations commerciales de leur employeur, ou encore la nécessité pour les employeurs des analystes *sell side* d'établir des procédures, des lignes hiérarchiques et des modalités de rémunération qui éliminent ou limitent significativement les conflits d'intérêts potentiels. Les émetteurs d'instruments financiers ne devaient pas influencer indûment les analystes.

³⁰ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE

SITUATION EUROPÉENNE ANTÉRIEURE À MIF 2

Au niveau européen, la déclinaison de ces principes a présidé au traitement de la recherche financière par les directives Abus de marché (« MAD ») et Marchés d'instruments financiers (« MIF 1 »). La directive d'application à MIF 1 prévoyait notamment des dispositions relatives à l'encadrement des transactions personnelles des analystes et aux « murailles de Chine » devant assurer l'indépendance et l'objectivité de la recherche financière.

Dans une « communication » de décembre 2006³¹ qui passait en revue les dispositions de la législation européenne sur la recherche financière et les analystes financiers, la Commission européenne rangeait la réception de recherche couplée à l'exécution de transactions parmi les « avantages », tels qu'ils étaient définis dans MIF 1. Elle rappelait en outre que de tels avantages n'étaient acceptables qu'à la double condition (i) que les clients de l'entité *buy side* en soient informés et (ii) que ces avantages « visent à améliorer la qualité du service d'investissement ou du service auxiliaire fourni au client et ne nuisent pas à l'obligation de l'entreprise d'agir au mieux des intérêts de ce dernier ». La communication mentionnait aussi les commissions de courtage partagées (les « CCP ») comme une modalité facilitant le respect de ces exigences.

Dans un rapport émis en avril 2010, le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières, prédécesseur de l'AEMF, rappelait les obligations faites aux entreprises d'investissement (les « EI ») qui acceptent des avantages, et, s'agissant du cas spécifique de la recherche, mentionnait certaines réponses à la consultation qui considéraient que l'utilisation des CCP assurait le respect de ces obligations. Le classement sous MIF 1 de la réception de recherche financière parmi les avantages non pécuniaires n'a cependant pas significativement modifié le modèle économique sous-jacent : pour la recherche actions, la recherche a continué d'être payée par les fonds ou les portefeuilles gérés, pour un montant dépendant du volume des transactions exécutées ; pour les autres sous-jacents, la gratuité de la recherche n'a pas été remise en cause.

LE MOUVEMENT VERS UN ENCADREMENT DU FINANCEMENT DE LA RECHERCHE

Le mouvement vers le découplage a été impulsé au début des années 2000. En 2001, Paul Myners remet un rapport au Trésor britannique qui appelle à accroître la transparence des commissions payées aux courtiers (et affectant potentiellement les décisions d'investissement des acteurs institutionnels), ainsi que de la sélection des prestataires. Le rapport recommandait la prise en charge des commissions directement par les sociétés de gestion, et non plus par les fonds. Ce rapport a largement inspiré la poursuite d'initiatives prises au Royaume-Uni en faveur d'un contrôle plus strict des commissions de courtage et d'un découplage des services d'exécution et de recherche. En novembre 2013, la FCA a émis une consultation sur l'usage des commissions de courtage, suivie, en mai 2014, par une position interdisant l'utilisation des commissions de courtage pour rémunérer des services d'accès aux émetteurs (*corporate access*) ou de recherche jugée « non-substantielle ». C'est dans ce contexte qu'est apparue lors de la rédaction des textes européens d'application (dits textes de niveau 2) à MIF 2, l'idée que la recherche devrait être traitée comme une incitation.

LE CADRE MIF 2

Depuis le 3 janvier 2018, le financement de la recherche est encadré par la directive MIF 2 et la directive déléguée du 7 avril 2016³² (la « Directive déléguée ») dans un objectif de protection des investisseurs et de limitation des risques de conflits d'intérêts qui restreint, voire interdit, aux prestataires de services d'investissement (les « PSI »)³³ la perception ou le versement d'incitations ou d'avantages (en anglais, « *inducements* »).

³¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52006DC0789>

³² Directive déléguée de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage monétaire ou non monétaire

³³ Les textes cités visent directement les entreprises d'investissement, mais ces dispositions s'appliquent également aux établissements de crédit d'après l'article 1.3. b) de MIF 2 lorsqu'ils fournissent un ou plusieurs services d'investissement et/ou exercent des activités

MIF 2 considère en effet que la fourniture de recherche constitue pour celui qui la reçoit une forme d'incitation, c'est-à-dire, un avantage, au sens large, porteur de potentiels conflits d'intérêts. Or, toute perception d'incitation est depuis le 3 janvier 2018 interdite dans le cadre de la fourniture de services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (ou gestion sous mandat) ou de conseil en investissement fourni sur une base indépendante.

Pour les autres services, la perception de toute incitation est conditionnée par un objectif d'amélioration de la qualité du service. De plus, l'article 13 de la Directive déléguée détaille la manière selon laquelle les règles relatives aux incitations doivent s'appliquer au cas particulier de la fourniture de travaux de recherche par des tiers à des PSI.

Plus particulièrement, l'article 13³⁴ impose que la recherche fasse l'objet d'un des deux modes de financement suivants :

- Paiement direct des travaux de recherche par les ressources propres du PSI ; ou
- Paiement mis à la charge des clients du PSI issu d'un compte de recherche séparé et contrôlé par le PSI, sous certaines conditions opérationnelles de fonctionnement et de transparence. Le régime de financement de la recherche prévu par MIF 2 impose notamment à l'établissement consommateur de recherche, lorsqu'il décide de faire payer la recherche par ses clients, de déterminer un budget préalable. Ce régime doit conduire à une formalisation des pratiques de l'établissement consommateur de recherche ainsi que des rapports qu'il entretient avec ses clients.

MIF 2 exclut du régime de l'article 13 de la Directive déléguée tout avantage non monétaire mineur qui peut donc être conservé par les établissements, car présentant un risque faible de création de conflits d'intérêts. Une définition des avantages non monétaires mineurs est précisée dans les dispositions spécifiques aux conseils en investissement et aux services de gestion de portefeuille. Deux conditions doivent être réunies : ces avantages sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client ; leur grandeur et leur nature sont telles qu'ils ne peuvent être considérés comme empêchant le respect par l'EI de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client.

En outre, l'article 12.3 de la Directive déléguée dresse la liste des avantages non monétaires pouvant être considérés comme mineurs.

LE CAS DE LA PÉRIODE D'ESSAI

L'AMF et l'AEMF sont venues préciser que les travaux de recherche offerts gratuitement dans le cadre d'une période d'essai strictement encadrée et limitée dans le temps, non renouvelable, puissent être considérés comme des avantages non monétaires mineurs pour un établissement consommateur de recherche, fournissant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant.

Cette période d'essai doit uniquement avoir pour objet de permettre à l'établissement consommateur de recherche d'apprécier et d'évaluer la pertinence et la qualité de l'offre de recherche et doit être en ce sens considérée comme protectrice des intérêts des clients finaux. Elle ne peut notamment excéder une période de trois mois et ne peut être reconduite par les parties dans les douze mois suivant sa fin. Le fournisseur de recherche ne peut recevoir aucune contrepartie, monétaire ou non monétaire, qui puisse être comprise comme un paiement implicite.

L'ACCÈS AUX ÉMETTEURS (CORPORATE ACCESS)

Concernant le *corporate access*, les textes induisent la distinction entre deux pratiques :

d'investissement et aux sociétés de gestion pour la fourniture de services d'investissement d'après les articles 6.6 de la directive FIA (fonds d'investissement alternatif) et 6.4 de la directive OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) IV

³⁴ L'article 13 de la directive déléguée est intégré au droit positif français au sein du Règlement général de l'AMF (« RGAMF »). Ces nouvelles règles s'appliquent depuis le 3 janvier 2018, date d'entrée en application des dispositions transposant la directive déléguée.

- La pratique se limitant à la simple mise en relation par le prestataire (une simple organisation matérielle de réunion) qui s'assimile à un service de « conciergerie ». Dans ce cas, le *corporate access* ne répond pas à la définition de la recherche, il ne peut être pris en charge par le budget de recherche. Selon l'analyse de l'établissement consommateur de recherche, il peut correspondre à un avantage non monétaire mineur et donc être accepté sans contrepartie financière.
- La pratique consistant à accompagner cette simple mise en relation de prestations à valeur ajoutée intellectuelle comme, par exemple, la préparation, par l'intermédiaire ayant participé à la réunion, d'une note d'analyse circonstanciée tirant les enseignements de cette rencontre, recommandant une stratégie sur les titres de l'émetteur concerné ou son secteur d'activité et permettant au PSI de se former une opinion. Les prestations de type intellectuel occasionnées par le *corporate access*, comme par exemple une synthèse d'éléments échangés au cours de la réunion, peuvent être facturées indépendamment des frais du service de conciergerie. Ces frais peuvent donc être inclus dans le budget de recherche, à moins que l'établissement consommateur de recherche décide de prendre ces coûts à sa charge.

Si la prestation ne correspond ni à de la recherche ni à un avantage non monétaire mineur, elle ne pourra être perçue dans le cadre du conseil en investissement ou de la gestion de portefeuille pour compte de tiers, sauf à ce qu'elle soit considérée comme un « service commercial » que l'établissement consommateur de recherche financera sur ses ressources propres de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (ou gestion sous mandat) ou de conseil en investissement fourni sur une base indépendante.

3. L'ANCRAGE DE LA CULTURE DU *CORPORATE BROKERAGE* AU ROYAUME-UNI, QUI PRÉSERVE LA COUVERTURE SUR LES VALEURS PETITES ET MOYENNES

Il convient de mentionner une différence fondamentale entre les marchés français et britannique, qui explique que le second puisse résister mieux que le premier aux effets de MIF 2 sur les valeurs petites et moyennes. Cette différence est l'existence, de longue date, d'un *corporate brokerage* britannique qui apparaît comme une spécificité de ce territoire.

Le *corporate brokerage* désigne le fait pour une société cotée au London Stock Exchange d'engager un *corporate broker* pour lui apporter conseils et explications sur les évolutions des marchés et de ses propres titres, et de faciliter les liens entre l'émetteur qui l'engage et les investisseurs potentiels. La relation de *corporate brokerage*, continue et de long terme, ancrée dans la culture financière britannique, permet une grande proximité et la création d'un lien de confiance entre brokers et dirigeants des sociétés, et il est rare qu'elle ne soit pas un préalable à des investissements en actions par la banque *corporate broker*. Le *corporate broker* complète le travail du département des relations investisseurs en apportant son propre carnet d'adresses.

Ainsi, au Royaume-Uni, l'immense majorité des petits émetteurs font appel au service d'un *corporate broker* qu'ils paient eux-mêmes (à noter que les émetteurs de taille moyenne ont souvent deux *corporate brokers*).

4. ACRONYMES

Af2i : Association française des investisseurs institutionnels
AFG : Association française de la gestion financière
AEMF (ESMA) : Autorité européenne des marchés financiers
AMAFI : Association française des marchés financiers
AMF : Autorité des marchés financiers
ASF : Association françaises des sociétés financières
BEI : Banque européenne d'investissement
CAC 40 : Cotation assistée en continu 40
CCP / CSA : Contrat à commissions de courtage partagées/*Commission sharing agreement*
CFA France Institute : *Chartered Financial Analyst France Institute*
EI : Entreprise d'investissement
ESG : Environnemental, Social et de Gouvernance
ETF : *Exchange Traded Funds*
FCA : *Financial Conduct Authority*
IPO : *Initial Public Offering*
ISR : Investissement socialement responsable
MAD : *Market abuse directive*
MAR : *Market abuse regulation*
MEDEF : Mouvement des entreprises de France
MIF 1 et MIF 2 : Directives sur les Marchés d'Instruments Financiers 1 et 2
OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs
P&L : *Profit & Loss*
PEA-PME : Plan d'épargne en actions destiné au financement des Petites et moyennes entreprises
PIB : Produit intérieur brut
PME : Petites et moyennes entreprises
ETI : Entreprises de taille intermédiaire
PSI : Prestataire de services d'investissement
RCB : *Reasonable commercial basis*
RPA : *Research payment account*
SEC : *Securities and exchange commission*
SFAF : Société française des analystes financiers
SGP : Société de gestion de portefeuille
TVA : Taxe sur la valeur ajoutée
OPCVM/UCITS : Organisme de placements collectif en valeurs mobilières / *Undertakings for collective investments in transferable securities*