

Retour de Consultation publique relatif aux nouvelles modalités de financement de la recherche par les entreprises d'investissement dans le cadre de la directive MiFID II

Contexte et cadre réglementaire de cette consultation

Dans la perspective de la transposition de la directive révisée concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II)¹ et de la directive déléguée² publiée le 7 avril 2016, l'AMF a ouvert entre le 12 septembre et le 28 octobre 2016 une consultation publique³ afin d'échanger avec les acteurs et les associations de la Place de Paris, sur les principes de mise en œuvre opérationnelle des nouvelles règles relatives au financement de la recherche. L'objectif de l'AMF était double: expliquer sa compréhension du nouveau dispositif et la confronter aux contraintes opérationnelles des différents acteurs.

En effet, la fourniture aux entreprises d'investissement (EI) – et particulièrement à celles qui offrent le service de gestion de portefeuille – de documents de recherche par des intermédiaires financiers ou des bureaux de recherche, est désormais susceptible d'entrer dans la catégorie réglementée des « incitations » ou « avantages » (en anglais « *inducements* »).

À ce titre, le financement des travaux de recherche est désormais encadré par la directive MIFID II, dans un objectif de protection des investisseurs et de limitation des risques de conflits d'intérêts.

Ainsi, l'article 13 de la directive déléguée du 7 avril 2016 détaille comment les règles relatives aux « incitations » doivent s'appliquer au cas particulier de la fourniture à des entreprises d'investissement de travaux de recherche par des tiers. Plus précisément, l'article 13 impose désormais que la recherche fasse l'objet d'un des deux modes de financement suivants :

- paiement direct des travaux de recherche par les ressources propres de l'EI ; ou
- paiement mis à la charge des clients de l'EI (avec leur accord) mais issu d'un compte de recherche séparé et contrôlé par l'EI, et ce sous certaines conditions opérationnelles de fonctionnement et de transparence.

Nombre de réponses et profils des répondants

Quarante-quatre réponses ont été adressées à l'AMF venant de tout type d'acteurs dont plus d'un quart d'acteurs étrangers⁴ : *buy-side* au sens large⁵ (18) et *sell-side* (8) majoritairement, mais également analystes indépendants ou fournisseurs de données. Les associations professionnelles françaises et européennes ont également largement contribué à cette consultation. L'AMF envisage de publier un guide courant 2017 une fois les travaux de niveau 3 finalisés au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), afin de guider les acteurs sur la mise en œuvre des nouvelles dispositions.

¹ 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 disponible à l'adresse suivante <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=FR>

² 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 pécuniaire ou non pécuniaire.

³ Disponible à l'adresse suivante : <http://www.amf-france.org/Publications/Consultations-publiques/Annee-en-cours.html>

⁴ Sont comptabilisés ici les acteurs non français c'est-à-dire répondant dont la maison mère est étrangère ou acteurs représentants des intérêts transnationaux.

⁵ Sont comptabilisés ici les sociétés de gestion, leurs représentants et les investisseurs institutionnels.

Sommaire

1. Commentaires généraux	3
1.1. Extension des exigences à la gestion collective	3
1.2. Absence de proportionnalité dans la directive déléguée	4
1.3. Convergence et application harmonisée des règles	4
2. Proposition de définition des prestations couvertes par la qualification de « recherche »	6
2.1. Critères de définition des prestations pouvant être affectées au budget de recherche	6
2.2. Les éléments <i>de facto</i> exclus du budget de recherche	7
2.3. Avantages non pécuniaires mineurs	7
2.4. Application de la définition à certains documents ou services spécifiques	8
A. L'information générale	8
B. Avantages non pécuniaires mineurs et critère de diffusion large : le cas de la recherche macroéconomique	8
C. Les prestations commerciales	9
D. Le <i>corporate access</i>	10
3. Fonctionnement du budget de recherche	12
3.1. Modalités de définition et de contrôle du budget de recherche global	12
A. L'établissement du budget de recherche	12
B. Le <i>monitoring</i> du budget	13
C. La révision du budget	14
3.2. L'allocation du budget par portefeuille	14
3.3. Accord et information du client sur le budget de recherche	15
A. <i>Ex ante</i>	15
B. <i>Ex post</i>	16
C. Information supplémentaire à la demande du client	17
4. Fonctionnement des différents types de comptes de frais de recherche et des contrats à commissions de courtage partagées sous ce nouveau cadre réglementaire	18
4.1. Fonctionnement et alimentation du compte de frais de recherche (<i>Research Payment Account – RPA</i>)	18
4.2. Responsabilité du ou des compte(s) de frais de recherche	18
4.3. Les CCP restent autorisés sous certaines conditions	19
4.4. Le nouveau mode de fonctionnement des CCP	19

1. Commentaires généraux

Les répondants ont globalement accueilli favorablement cette consultation et les propositions formulées.

Au-delà du contenu des nouvelles règles et des exigences opérationnelles, les répondants ont émis un certain nombre de commentaires sur le champ d'application de ces nouvelles règles, ont regretté l'absence de clause de proportionnalité dans le texte de niveau 2 et ont insisté sur la nécessité d'avoir des règles convergentes appliquées de manière harmonisée.

Par ailleurs, de manière corollaire, un grand nombre de répondants souhaite la mise en place d'un régime fiscal identique pour la recherche fournie par un prestataire de recherche indépendant soumis de fait à la TVA et par un prestataire fournissant également un service d'exécution d'ordre (dont la soumission à la TVA dépend de l'option prise par chaque prestataire).

1.1. Extension des exigences à la gestion collective

L'AMF indiquait dans sa consultation que conformément au champ d'application de MiFID II, ces nouvelles dispositions s'appliquent uniquement à la fourniture de travaux de recherche aux entreprises d'investissement visées par MiFID II dans le cadre de leur activité de gestion individuelle ou de conseil en investissement. Par conséquent, ces nouvelles dispositions ne s'appliquent pas à la fourniture de travaux de recherche aux sociétés de gestion dans le cadre de leurs activités de gestion collective. Toutefois, il était rappelé que compte tenu de l'application de certaines règles de MiFID II aux sociétés de gestion offrant des services d'investissement, ces dispositions s'appliquent à la fourniture de travaux de recherche aux sociétés de gestion offrant des services d'investissement, et en particulier le service de gestion de portefeuille (gestion sous mandat) et de conseil en investissement⁶.

Pour autant, un nombre restreint de répondants regrette que l'AMF ne fasse pas le choix d'étendre le champ d'application de ces nouvelles dispositions à la gestion collective. En effet, certains répondants soulignent que pour les sociétés de gestion rendant le service de gestion sous mandat et de gestion collective, il pourrait être difficile de distinguer le service de recherche bénéficiant à la gestion sous mandat, du service de recherche bénéficiant à la gestion collective. Certains répondants indiquent par ailleurs que par commodité opérationnelle, ils entendent appliquer ces exigences à leur service de gestion collective, alors même que certains répondants ont indiqué qu'ils ne seront pas en mesure d'appliquer l'ensemble des dispositions dans le cadre de la gestion collective, notamment l'exigence de convenir avec chacun des clients et donc potentiellement chacun des porteurs d'un budget de recherche.

L'AMF confirme qu'elle n'entend pas aller au-delà des exigences de MiFID II, ce qui constituerait un « *goldplating* » significatif des règles européennes. Par ailleurs, une extension du champ d'application pourrait avoir pour effet de créer un désavantage concurrentiel pour la place de Paris vis-à-vis des autres places européennes qui ne feraient pas ce choix. Les sociétés de gestion sont libres d'appliquer ou non ces nouvelles règles à la gestion collective dans la mesure où le client en aura été clairement et préalablement informé. Par ailleurs, l'accord du client restera nécessaire et il s'agira de respecter l'obligation d'alimenter le budget ce qui aura un potentiel impact sur la valeur liquidative du fonds qu'il conviendra de gérer pour respecter le principe d'égalité des porteurs. En outre, il faut rappeler que le budget alloué aux clients de la gestion sous mandat ne peut inclure les frais de recherche de la gestion collective et inversement.

Enfin, s'agissant des services d'investissement soumis à ce nouveau régime, un répondant propose de limiter l'application de ces nouvelles dispositions aux entreprises d'investissement qui ne se sont pas déclarées comme indépendantes auprès de leur client. Il semblerait qu'une telle approche limiterait le champ d'application des dispositions, ce qui n'est pas prévu par la directive déléguée.

⁶ Conformément à l'article 6 de la directive du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et de l'article 6 de la directive du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Si le dispositif prévu par MiFID II ne s'étend pas à la gestion collective, les sociétés de gestion sont libres de l'appliquer à la gestion collective si elles le souhaitent. Dans cette situation, les sociétés de gestion doivent s'interroger sur les modalités d'application opérationnelles de ces dispositions aux activités de gestion collective. Dans tous les cas, les frais de recherche facturés aux clients de la gestion sous mandat ne doivent pas financer la recherche utilisée pour la fourniture du service de gestion collective, et inversement.

1.2 Absence de proportionnalité dans la directive déléguée

De nombreux répondants du *buy-side* et du *sell-side* regrettent l'absence de proportionnalité dans la mise en œuvre de ces nouvelles dispositions. Or, ce point n'ayant pas été acté au niveau politique, la directive déléguée ne prévoit pas la mise en place d'un seuil pour les plus petites entreprises d'investissement.

Par le passé, l'AMF avait pu adapter l'application du régime de l'*unbundling* aux sociétés de gestions⁷ dont les dépenses en frais d'intermédiation dépassaient 500.000 €, mais il s'agissait d'un régime purement national et en aucun cas prévu au niveau européen par un texte de hiérarchie supérieure comme c'est désormais le cas sous MiFID II⁸.

De même, un certain nombre de répondants ont émis le souhait que ces dispositions soient soumises à un régime transitoire. Il semble difficile d'accorder au seul plan national un régime transitoire non octroyé à l'échelle européenne par le texte de niveau 2.

La directive déléguée ne prévoit pas de proportionnalité des dispositions relatives au financement de l'analyse financière, contrairement à ce qu'elle a pu faire pour d'autres articles de la même directive. En outre, la directive déléguée ne donne pas la capacité aux autorités nationales de mettre en place des seuils d'exemption ou des périodes transitoires dans le cadre de la transposition des textes européens au niveau national. Le régime entrera donc en vigueur intégralement le 3 janvier 2018.

1.3. Convergence et application harmonisée des règles

Les répondants soulignent l'importance d'une approche européenne harmonisée. L'AMF rappelle qu'elle prend activement part aux discussions de niveau 3 en cours au sein de l'AEMF et qu'elle entend suivre les précisions que l'AEMF viendrait apporter⁹.

⁷ Article 314-82 : « [...] Lorsqu'elle a recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres et que les frais d'intermédiation ont représenté pour l'exercice précédent un montant supérieur à 500 000 euros, la société de gestion de portefeuille élabore un document intitulé « Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation », mis à jour autant que de besoin. Ce document précise les conditions dans lesquelles la société de gestion de portefeuille a eu recours, pour l'exercice précédent, à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, ainsi que la clé de répartition constaté [...] ».

⁸ De manière générale, la Commission européenne a tendance à appliquer le principe de proportionnalité aux règles d'organisation et non pas aux règles de conduite. Par ailleurs, ce principe de proportionnalité est envisagé de manière explicite par les textes comme c'est le cas pour le dépôt des fonds des clients dans la directive déléguée. En effet, l'article 4 alinéa 3 précise « Les États membres exigent des entreprises d'investissement que, lorsqu'elles déposent des fonds de clients auprès d'un établissement de crédit, d'une banque ou d'un fonds du marché monétaire qualifié appartenant au même groupe qu'elles, elles limitent le total des fonds qu'elles déposent auprès d'une ou de plusieurs entités du groupe à 20 % de l'ensemble des fonds des clients. Une entreprise d'investissement peut ne pas respecter cette limite si elle est en mesure de démontrer que, eu égard à la nature, à l'étendue et à la complexité de son activité, ainsi qu'au degré de sécurité offert par les tiers visés à l'alinéa précédent, et en tout cas au faible solde des fonds des clients, elle estime que l'exigence établie au précédent alinéa n'est pas proportionnée. »

⁹ Un certain nombre de *Question & Answer* sont déjà disponibles sur le site de l'AEMF à l'adresse suivante <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-mifid-ii-qa-investor-protection>

Par ailleurs, certains répondants, en particulier étrangers, soulignent l'existence de difficultés opérationnelles du fait de l'incompatibilité de certaines règles européennes et américaines. En effet, la réglementation américaine empêcherait les *broker-dealers* américains de recevoir un paiement direct de la part des EI pour la recherche fournie, alors même que MiFID II incite à ce que la recherche soit rémunérée en direct par les EI, et non pas par le biais de commissions d'exécution.

2. Proposition de définition des prestations couvertes par la qualification de « recherche »

2.1 Critères de définition des prestations pouvant être affectées au budget de recherche

Rappel du contenu de la consultation :

Conformément au considérant 28 de la directive déléguée, les deux conditions suivantes doivent être remplies pour qu'un document, un service ou toute autre prestation puisse être qualifié de recherche :

(i) Il s'agit de matériel ou de service de recherche portant sur un ou plusieurs instruments financiers, sur d'autres actifs ou sur des émetteurs actuels et émetteurs potentiels d'instruments financiers ou du matériel ou des services de recherche étroitement liés à un secteur ou un marché spécifique permettant ainsi de se former une opinion sur les instruments financiers, les actifs ou les émetteurs de ce secteur ou de ce marché ;

(ii) Ce matériel ou service recommande ou suggère explicitement ou implicitement une stratégie d'investissement et formule un avis étayé sur la valeur ou le prix actuel(le) ou futur(e) des instrument(s) ou actif(s) considéré(s), ou contient une analyse et des éclairages originaux et formule des conclusions sur la base d'informations existantes ou nouvelles pouvant servir à guider une stratégie d'investissement ou pouvant par leur pertinence apporter une valeur ajoutée aux décisions prises par l'EI pour le compte de ses clients.

La notion de « matériel » (« *material* » dans la version anglaise) recouvre toute forme de documentation écrite ou sur support durable.

Les répondants, en particulier du *sell-side*, accueillent favorablement cette définition et soutiennent l'approche de l'AMF, à savoir de limiter strictement, pour les besoins de la directive déléguée, l'application de cette définition à MiFID II sans qu'elle ne soit étendue à d'autres textes, tels que le règlement abus de marché par exemple.

Un certain nombre de répondants insistent sur le fait que l'exercice de qualification de la recherche doit être mené par l'EI elle-même, sur la base du service qui lui est rendu et en fonction de sa ou ses stratégies d'investissement, notamment pour évaluer le critère d'originalité. Par ailleurs, les répondants soulignent que la définition couvre aussi bien des publications écrites que des services. À titre d'exemple, les appels téléphoniques permettant de relayer des « *trade ideas* » ou un papier d'analyse financière ne devraient pas être exclus. L'AMF partage cette opinion et n'entend pas restreindre la définition de recherche à une forme spécifique de documentation. Enfin, quelques répondants s'interrogent sur la qualification devant être appliquée à la recherche intra-groupe. Il semble logique d'appliquer la même approche à la recherche intra-groupe et que celle-ci soit analysée au regard des critères ci-dessus exposés.

A contrario, un autre répondant a pu considérer que seule la recherche dite « indépendante » pouvait être éligible aux nouvelles modalités de financement. Toutefois, il ne semble pas qu'à ce jour, un tel critère soit exigé par la directive déléguée.

Enfin, certains répondants s'interrogent sur la possibilité de recevoir de la recherche à titre gratuit en phase de test, et en particulier la recherche non sollicitée. Il appartient à l'EI de déterminer s'il s'agit d'un avantage non pécuniaire mineur, ou dans le cas contraire, de prendre la décision de prendre à sa charge le service ou de cesser de le recevoir.

Par ailleurs, il appartient à l'EI de mettre en place les procédures de suivi de la qualité de la recherche reçue et les éventuels outils d'aide qui lui sembleront appropriés. De manière générale, les systèmes de notation interne aux EI en tant que système d'évaluation du service de recherche, tels que les « *broker's vote* », ne devraient pas être exclus.

Il appartient donc à l'entreprise d'investissement de mener sa propre analyse des services et documents reçus, afin de déterminer si ceux-ci correspondent aux caractéristiques de la définition de recherche.

2.2. Les éléments de *facto* exclus du budget de recherche

Rappel du contenu de la consultation :

Conformément aux dispositions actuelles¹⁰, le coût de certaines prestations ne peut pas être pris en charge par le budget de recherche, en particulier :

- les prestations, biens ou services correspondant aux moyens dont doit disposer la société de gestion de portefeuille dans son programme d'activité tels que la gestion administrative ou comptable, l'achat ou la location de locaux, la rémunération du personnel ;
- les prestations de services pour lesquelles la société de gestion de portefeuille perçoit une commission de gestion.

En 2007, l'AMF a publié une instruction établissant une liste non exhaustive de ces services : par exemple les services d'évaluation des portefeuilles, l'achat ou la location d'ordinateurs qui sont des prestations, biens ou services correspondant aux moyens dont doit disposer la société de gestion de portefeuille dans son programme d'activités. L'AMF envisage, à la lumière des nouveaux textes, de mettre à jour cette liste des services interdits précisée dans cette instruction¹¹.

De nombreux répondants *buy-side* et *sell-side* sont globalement favorables à la mise à jour de la liste des services « interdits » au sens de 2007 et qui ne pourraient donc pas être financés par les frais de recherche. Quelques répondants suggèrent de retirer les abonnements de cette liste. En effet, la liste de 2007 précisait que ne pouvaient être pris en charge les « abonnements à des publications ». S'il avait pu être considéré à l'époque que les abonnements aux services de flux de données ne constituaient pas des services d'aide à la décision d'investissement, il pourrait être envisagé sous MiFID II de laisser aux EI le soin de déterminer si les publications, quel que soit le canal de distribution, répondent à la définition du considérant 28¹².

Certains biens ou services indispensables au programme d'activité de la société de gestion ne peuvent donc être qualifiés de recherche au sens de la directive déléguée et être pris en charge par le client. L'AMF, dans le cadre de la transposition de la directive déléguée, mettra à jour la liste des services interdits de 2007.

2.3. Avantages non pécuniaires mineurs

Rappel du contenu de la consultation :

MiFID II exclut du régime de l'article 13 de la directive déléguée tout avantage non pécuniaire mineur qui peut donc être conservé par l'EI sans exigence supplémentaire, car présentant un risque faible de création de conflits d'intérêts. La directive déléguée dresse une liste exhaustive des avantages non pécuniaires¹³ pouvant être considérés comme mineurs. Le client doit être informé, même de manière générique, de l'existence de ces avantages.

¹⁰ Article 314-83 du RGAMF.

¹¹ Instruction AMF n° 2007-02 présentées en annexe.

¹² Ou constituent des avantages non pécuniaires mineurs.

¹³ L'article 12 de la directive déléguée précise : « [...] »

2. Les entreprises d'investissement qui fournissent des conseils en investissement indépendants ou des services de gestion de portefeuille n'acceptent pas d'avantages non pécuniaires autres que ceux pouvant être considérés comme mineurs en vertu de l'alinéa suivant.

Dans la mesure où dans la consultation, l'AMF rappelait simplement le contenu exhaustif de la liste des avantages non pécuniaires mineurs précisée à l'article 12 de la directive déléguée, les répondants n'ont pas formulé de commentaires sur le contenu des dispositions. Ils ont été particulièrement attentifs à l'articulation entre avantage non pécuniaire mineur dans le cadre de la recherche macroéconomique développé dans le point 2.4.

Un répondant suggère que soit précisé les services pouvant entrer dans le champ de l'alinéa 3 e) de l'article 12. Cet alinéa laisse effectivement une marge d'interprétation aux autorités nationales puisqu'il y est envisagé que les « autres avantages non pécuniaires mineurs dont un État membre juge qu'ils peuvent améliorer la qualité du service fourni à un client et, eu égard au niveau global des avantages fournis par une entité ou un groupe d'entités, sont d'une ampleur et d'une nature telles qu'ils sont peu susceptibles d'empêcher l'entreprise d'investissement de se conformer à son obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client ». Ce point sera étudié plus avant dans le cadre de la transposition de la directive déléguée.

2.4. Application de la définition à certains documents ou services spécifiques

A. L'information générale

Rappel du contenu de la consultation :

L'AMF s'interrogeait sur le point de savoir si une information générale, par exemple une information présentée sous une forme journalistique, peut être considérée comme de la recherche et donc financée via le budget de recherche. Sur la base de l'article 12 alinéa 3 (a), il avait pu être considéré qu'une information « générique » relative à un instrument financier ou à un service d'investissement est considérée comme une forme « d'avantage non pécuniaire mineur acceptable » et qu'à ce titre l'information générale ne pouvait donc être facturée ni à l'EI ni par l'EI à son client.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants.

B. Avantages non pécuniaires mineurs et critère de diffusion large : le cas de la recherche macroéconomique

Rappel du contenu de la consultation :

La recherche macroéconomique doit répondre aux critères de définition de la recherche précédemment exposés afin d'être éligible au dispositif proposé, du fait notamment de son caractère original et sa fonction d'aide à la décision d'investissement.

3. Les avantages suivants ne sont considérés comme des avantages non pécuniaires mineurs acceptables que s'il s'agit :

- (a) d'informations ou de documents relatifs à un instrument financier ou à un service d'investissement qui sont de nature générique ou personnalisés selon la situation d'un client particulier;
- (b) de documents écrits provenant de tiers, commandés et payés par une entreprise pour promouvoir une nouvelle émission que celle-ci réalise ou entend réaliser, ou de tiers contractuellement engagés et rémunérés par l'émetteur pour produire de manière continue de tels documents, à condition que cette relation figure clairement dans les documents et que ceux-ci soient mis à la disposition en même temps de toutes les entreprises d'investissement souhaitant les recevoir ou du grand public;
- (c) de participations à des conférences, séminaires et autres événements informatifs sur les avantages et les caractéristiques d'un instrument financier ou d'un service d'investissement donné;
- (d) de frais de réception de montant faible et raisonnable, tels que ceux liés aux repas et boissons au cours de réunions ou conférences d'affaires, de séminaires ou d'événements informatifs tels que visés au point c); et
- (e) d'autres avantages non pécuniaires mineurs dont un État membre juge qu'ils peuvent améliorer la qualité du service fourni à un client et, eu égard au niveau global des avantages fournis par une entité ou un groupe d'entités, sont d'une ampleur et d'une nature telles qu'ils sont peu susceptibles d'empêcher l'entreprise d'investissement de se conformer à son obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client. »

Des questions peuvent néanmoins se poser dans le cadre de la recherche macroéconomique qui serait distribuée de manière globale auprès d'une base importante de clients, et à des fins « marketing » ou commerciales. Dans la mesure où cette recherche a été diffusée largement, il pourrait raisonnablement être considéré que le prestataire n'a pas alloué des moyens importants spécifiques à un gérant en particulier pour produire cette recherche et que, par conséquent, elle constitue un avantage non monétaire mineur qui pourra ainsi être reçu gratuitement par l'EI sans que cela ne compromette le respect de son obligation d'agir au mieux des intérêts du client.

Les répondants ont été particulièrement attentifs aux développements sur le sujet des avantages non pécuniaires mineurs dans le cadre de la recherche macroéconomique. Certains répondants *buy-side* et *sell-side* se sont opposés à cette approche : un répondant estime ainsi que tout document ou service, quelle que soit sa forme ou sa diffusion, ne peut être considéré comme un avantage non pécuniaire mineur du simple fait que sa production et sa diffusion ne sont pas valorisées par les clients. Un autre répondant considère qu'une telle qualification automatique fournirait une excuse aux gérants pour avoir une vision large des avantages non pécuniaires mineurs, et donc pour s'exclure du régime. Deux répondants s'appuient spécifiquement sur la notion de « substantielle » au sens du considérant 29¹⁴ qui permet aux EI de déterminer ce qui constitue un avantage non pécuniaire mineur car non substantiel.

A contrario, d'autres répondants du *buy-side* principalement se prononcent favorablement et défendent même une conception large et souple de la notion d'avantage non pécuniaire mineur. Dans le cas d'une telle approche, il appartiendra à l'EI de mener cette évaluation sur la base des services qui lui sont rendus et de sa stratégie d'investissement. Cette notion pourra donc varier d'une EI à une autre.

Un répondant exprime le souhait d'obtenir plus de certitude sur cette notion d'avantage non pécuniaire mineur. Un répondant suggère qu'un seuil de significativité soit introduit permettant de mesurer le niveau de diffusion d'un document et donc son caractère mineur. Or, cette approche introduirait une rigidité propre au marché français, ce qui n'est pas souhaitable. Un répondant suggère par ailleurs que, s'agissant du critère de large diffusion, toute recherche diffusée en libre accès ou bien en accès contrôlé uniquement dans un but d'identification des utilisateurs (site internet avec pour *login* l'adresse mail et un mot de passe communiqué largement) puisse être considérée comme avantage non pécuniaire mineur.

Il appartient au prestataire de recherche d'afficher un prix *ex ante* pour la recherche fournie. En l'absence de prix affiché, conformément à sa politique, le soin sera laissé à l'EI d'évaluer et donc de décider si le document de recherche macroéconomique reçu constitue un avantage non pécuniaire mineur.

C. Les prestations commerciales

Rappel du contenu de la consultation :

Il a pu être considéré que les contacts réguliers relevant de la relation commerciale entre les EI et leurs intermédiaires de marché, qui mettent en avant des suggestions d'investissement (« *trade ideas* ») peuvent répondre à une logique d'aide à la décision d'investissement. Par conséquent, il est légitime qu'ils se voient appliquer la même approche que celle appliquée à la recherche. Ainsi, les critères de définition doivent être appliqués et vérifiés par l'EI afin de s'assurer que le service fourni répond effectivement à la définition de « recherche ».

¹⁴ Considérant 29 : « [...] En outre, du matériel ou des services non substantiels consistant en un commentaire de marché à court terme sur les dernières statistiques économiques ou les derniers résultats d'une entreprise, par exemple, ou des informations sur des parutions ou des événements à venir, qui sont fournies par un tiers et ne contiennent que son avis à cet égard sous une forme synthétique qui n'est pas étayée ni ne contient une analyse de fond, par exemple lorsque ces informations se bornent à répéter un avis fondé sur une recommandation ou du matériel ou des services de recherche substantiels existants, peuvent être considérés comme des informations relatives à un instrument financier ou un service d'investissement d'une importance et d'une nature telles qu'elles constituent un avantage non pécuniaire mineur acceptable.

Certains répondants du *buy-side* et *sell-side* partageant l'analyse de l'AMF ont indiqué que les contacts réguliers entre les EI et les intermédiaires de marché répondent à une logique d'aide à la décision d'investissement. Il a également été indiqué que l'évaluation de certaines prestations spécifiques passait nécessairement par la notation attribuée par l'EI à son fournisseur de recherche à l'occasion du processus de revue. Un autre répondant soutient que la vérification individuelle du contenu du service est impossible à mener, sauf à passer par la mise en place de comptes rendus individuels ce qui semble disproportionné. Il semblerait effectivement disproportionné de mener une évaluation individuelle service par service, il ne peut donc pas être exclu de recourir à l'aide de l'intermédiaire dans le cadre de la relation commerciale afin de déterminer ce qui relève ou non de la recherche.

Un répondant considère que des clarifications sont nécessaires afin d'identifier quels types de services commerciaux seraient visés. Néanmoins, il ne semble pas souhaitable de fixer une liste exhaustive de prestations et ce à double titre. Premièrement, une liste exhaustive laisserait peu de place à l'évaluation individuelle des services fournis et de leur qualité. Deuxièmement, une telle liste serait nécessairement statique et ne permettrait pas d'évolutions en fonction des pratiques de marché.

Enfin, un répondant indique que ces contacts réguliers, de son point de vue, ne constituent pas de la recherche mais des arguments commerciaux qui ne devraient donc pas être facturés ou dont la facturation devrait être comprise dans le service effectivement reçu suite à la prestation commerciale. Il peut être considéré que s'il s'agit effectivement d'arguments commerciaux, ceux-ci viennent en soutien à un document de recherche par ailleurs produit et qu'ils font partie du service global. Les EI sont libres de distinguer dans les paiements, le service de recherche pur (excluant les services commerciaux), et donc de rémunérer uniquement cette part du service rendu.

Il appartient à l'entreprise d'investissement de déterminer le caractère substantiel du service reçu sur la base de critères robustes préalablement fixés dans sa politique interne.

D. Le corporate access

Rappel du contenu de la consultation :

Il avait été proposé de définir la pratique du *corporate access* comme le fait, pour un tiers (par exemple un intermédiaire de marché), de mettre en relation des EI avec des émetteurs d'un ou plusieurs instruments financiers en vue d'échanger sur la stratégie, la situation ou les perspectives de cet émetteur.

Il avait également été proposé de distinguer :

- **la simple mise en relation sans prestation de type intellectuel** assimilable à un service de « conciergerie », qui serait non facturée si elle correspond aux avantages non pécuniaires mineurs, ou supportée par l'EI sur ses propres deniers dans le cas contraire.

- **la mise en relation accompagnée d'une prestation de type intellectuel** 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 à l'EI de se former une opinion : dans ce cas, la prestation de *corporate access* ainsi enrichie pourrait être qualifiée de recherche, et en conséquence faire l'objet d'une prise en charge par le client de l'EI via le budget de recherche.

Un grand nombre de répondants représentant le *buy-side* et *sell-side* ont soutenu cette approche. Un répondant a particulièrement insisté sur l'importance de ce type d'événements, nécessaires pour permettre aux émetteurs et aux gérants de se rencontrer, et cruciaux pour les plus petits acteurs ou les acteurs de niche dans la mesure où ces rencontres constituent de réelles opportunités de financement.

Certains répondants ont pu considérer que le service de conciergerie devait nécessairement relever du régime des avantages non pécuniaires mineurs. Si l'AMF considère également que le service de conciergerie peut constituer un avantage non pécuniaire mineur, il est rappelé que cette possibilité est néanmoins encadrée par le considérant 30 de la directive déléguée selon lequel « 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 ». Par ailleurs, un répondant a proposé que lorsque la réunion n'est pas à l'initiative de l'EI, la prestation de *corporate access* puisse être de fait qualifiée d'avantage non pécuniaire mineur. Il n'est toutefois pas établi de distinction dans la directive déléguée sur la base d'un critère de « prise d'initiative ». Il ne semble donc pas possible d'établir une telle distinction.

Enfin, un certain nombre de répondants sont strictement opposés à l'approche proposée dans la consultation au motif que la valeur ajoutée de la prestation intellectuelle reçue devrait être identifiée de manière strictement séparée.

Sur ce sujet en particulier, il faut souligner l'importance des travaux de l'AEMF en cours afin de promouvoir une approche harmonisée de l'ensemble des régulateurs européens.

Il pourrait donc être considéré qu'il est préférable que le pur service de conciergerie soit distingué strictement de la prestation intellectuelle. Le service de conciergerie serait donc rémunéré en direct par l'EI, sauf à considérer qu'il s'agit d'un avantage non pécuniaire mineur. S'agissant spécifiquement de la prestation intellectuelle, dans la mesure où l'EI, conformément à sa politique interne, en vient à déterminer qu'il s'agit d'un service de recherche, elle pourra soit prendre ce coût à sa charge soit le faire supporter par les clients finaux.

3. Fonctionnement du budget de recherche

3.1. Modalités de définition et de contrôle du budget de recherche global

A. L'établissement du budget de recherche

Rappel du contenu de la consultation :

- **Le budget estime le coût d'une recherche nécessaire**

La détermination *ex ante* du budget de recherche pour financer la fourniture d'une recherche de qualité, dont les critères de détermination sont présentés dans une politique écrite, puis le suivi de ce budget selon le même type de critères, garantissent que les dépenses de recherche supportées par les portefeuilles ne dépendent pas du volume ou de la valeur des transactions réalisées et correspondent à des dépenses utiles à la prise de décisions au mieux des intérêts des clients détenteurs de ces portefeuilles.

Le budget de recherche est donc une estimation *ex ante* d'une enveloppe de dépenses prévisionnelles pour les frais de recherche qui peuvent être mis à la charge des portefeuilles gérés. Conformément à l'article 13 alinéa 6 de la directive déléguée, le budget doit être « fondé sur une évaluation raisonnable de la nécessité de recherche tierce ».

- **Le budget global doit être suffisamment granulaire pour pouvoir être pré-affecté par le client**

Conformément à l'article 13.1 c. (i) de la directive déléguée, l'EI doit communiquer à ses clients, avant de leur fournir le service, une information sur le budget prévu pour la recherche et le montant des frais de recherche estimés pour chacun d'entre eux.

Pour établir son budget global, l'EI peut procéder de deux façons différentes :

- établir un budget par portefeuille ou type de portefeuille en fonction du besoin de recherche estimé nécessaire pour la prise de décision relative à chacun d'entre eux et dont la somme constituera le budget global (approche « *bottom up* ») ;
- établir un budget global en fonction de ce que l'EI estime être son besoin de recherche, puis le répartir par portefeuille en fonction d'une clef d'allocation préalablement définie (approche « *top down* »).

Dans tous les cas, c'est ce budget global qui viendra alimenter le compte de frais de recherche de l'EI.

- **Le budget déterminé de façon globale doit suivre un processus particulièrement rigoureux**

Lorsque le budget n'est pas défini pour chaque portefeuille ou type de portefeuille, mais de façon globale pour tous les portefeuilles gérés, les EI devront mettre en œuvre un processus budgétaire suffisamment rigoureux pour que puisse être vérifié le caractère équitable de l'allocation par portefeuille ou type de portefeuille.

Une des approches retenues pourrait être de déterminer ce budget global en le ventilant entre les grandes catégories de prestations de recherche. Le niveau de granularité dépendra alors de la diversité des stratégies d'investissement des portefeuilles gérés. Ainsi, la ventilation minimum d'un budget de recherche global pourra se faire, par exemple, entre les catégories de prestations de recherche (recherche macroéconomique, « *single stock* » dont recherche quantitative, ISR, etc.) ou par classe d'actifs (« *small caps* », « *mid caps* », « *govies* », crédit, etc.)

Afin d'être en mesure d'évaluer un budget prévisionnel de dépenses nécessaires au sein de ces grandes catégories, l'EI pourrait par exemple s'appuyer sur l'analyse des dépenses encourues au titre de la période antérieure (ou sur une moyenne de périodes antérieures). L'EI pourrait également tenir compte, le cas échéant, d'autres facteurs tels que :

- des évolutions anticipées dans le niveau des actifs sous gestion des portefeuilles concernés ;

- des évènements de marché prévisibles ;
- et des évolutions prévues dans les stratégies de gestion des portefeuilles.

Dans tous les cas, il appartient à l'EI de chiffrer les dépenses en fonction de ses besoins, c'est-à-dire au service d'une gestion au mieux des intérêts des clients, en prenant en compte les éléments qui lui apparaissent pertinents à cet égard.

- **Un budget établi sur une base au moins annuelle**

Il résulte cependant du paragraphe ii) du c) du 1 de cet article que le *reporting ex post* aux clients doit s'opérer sur une base annuelle, ce qui semble militer en faveur d'un budget déterminé au minimum annuellement, rien n'empêchant un gérant et son prestataire de choisir une période plus courte. Néanmoins, lorsque le respect des intérêts des clients le justifie, dans des circonstances dûment justifiées et documentées¹⁵, il pourrait être admis la possibilité de fixer le budget sur une base pluriannuelle.

Ces sujets n'ont pas suscité de commentaires particuliers et ont globalement été soutenus par les répondants, en particulier la possibilité offerte de déterminer le budget *bottom-up* ou *top-down*.

B. Le monitoring du budget

Rappel du contenu de la consultation :

L'EI devra régulièrement évaluer la qualité de la recherche achetée auprès de chaque prestataire en se fondant sur « des critères de qualité solides et sur la capacité de ces travaux à contribuer à de meilleures décisions de gestion »¹⁶. L'évaluation et le suivi du budget de recherche sont, en vertu de l'alinéa 6 de l'article 13, placés sous « la supervision de la direction générale afin de garantir que ce budget est géré et utilisé au mieux des intérêts des clients ».

Aussi, il est attendu des EI qu'elles mettent en place un processus robuste et indépendant d'évaluation de la qualité des prestations de recherche acquises, sur la base d'une politique écrite préalablement fixée et mise à disposition des clients¹⁷.

Ainsi, alors même qu'il reste possible que certaines prestations d'exécution et de recherche soient fournies par un prestataire unique, l'évaluation de la qualité de chacune de ces deux prestations devra s'opérer selon deux *process* indépendants et distincts respectant le principe de décorrélation entre les frais de transaction et ceux de recherche énoncés par la directive déléguée.

S'agissant de la recherche, les résultats de cette évaluation devront notamment être pris en compte pour l'évaluation du budget global de la période suivante : ainsi, si un type de recherche particulier ou la prestation de service s'avère, après évaluation, peu utile à la prise de décision au mieux des intérêts des clients, l'EI devra en tirer des conséquences pour l'allocation des dépenses prévisionnelles et donc la détermination du budget au titre de la période suivante. *A contrario*, l'EI pourra aussi adapter la répartition du budget global dans le cas où elle ferait évoluer ses stratégies d'investissement et donc ses besoins de recherche.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants.

¹⁵ En effet, dans l'hypothèse d'une gestion « actions » avec une faible rotation des portefeuilles, un budget pluriannuel peut permettre de lisser les frais de recherche sur plusieurs cycles de rotation.

¹⁶ Article 13 1) (b) iv).

¹⁷ Conformément à l'alinéa 8 de l'article 13.

C. La révision du budget

Rappel du contenu de la consultation :

L'article 13 dispose que les dépenses de recherche facturées aux portefeuilles des clients doivent être exclusivement fondées sur le budget, ce qui signifie qu'aucune dépense de recherche supplémentaire ne pourra être facturée à ces derniers, en dehors de celles résultant d'une augmentation du budget dans les conditions prévues par cet article.

En pratique néanmoins, les informations recueillies par les services auprès des EI fournissant le service de gestion de portefeuille tendent à montrer que les besoins de recherche sont assez peu sensibles à des variations à la marge du niveau des actifs sous gestion ou même de celui des marchés.

Il n'en reste pas moins que, dans le cas où l'EI serait confrontée à des variations de ce type, non plus marginales mais significatives, qui génèreraient des besoins accrus d'achat de recherche, elle devra engager une procédure de révision du budget dans les conditions prévues à l'alinéa 5) de l'article 13 selon lesquelles l'EI est tenue à une information préalable des clients, sauf à prendre ces dépenses supplémentaires à sa charge.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants.

3.2. L'allocation du budget par portefeuille

Rappel du contenu de la consultation :

L'EI doit allouer le budget de recherche aux différents portefeuilles sous sa propre responsabilité et sur la base d'une politique d'allocation préalablement fixée, documentée et tenue à la disposition des clients.

À cet égard, un certain nombre de principes peuvent être clarifiés qui peuvent aider le gérant dans l'allocation rationnelle de son budget global par portefeuille ou par type de portefeuilles :

- la prise en compte du niveau des actifs sous gestion dans la répartition des frais entre portefeuilles semble être un critère légitime ;
- la recherche doit être en lien avec l'univers d'investissement potentiel des portefeuilles. La répartition des frais entre portefeuilles doit, de ce fait, tenir compte des différences dans le périmètre des investissements potentiels, qui peuvent résulter des différents mandats de gestion conclus avec les clients ; plus le périmètre est large, plus ces mandats pourront consommer une grande diversité de types de recherche ;
- la recherche imputée à un portefeuille donné peut ne pas être limitée à celle portant sur des valeurs en portefeuille : les décisions d'investissement, de désinvestissement ou de non investissement ont également besoin de bénéficier de l'éclairage que peut apporter une note d'analyse ;
- le type de gestion doit également être pris en compte : ainsi, la gestion « *stock picking* » consommera *a priori* plus de recherche (notamment « *single stock* ») que la gestion indicielle ;
- enfin, il n'est pas interdit à l'EI de consentir à certains de ses clients des conditions préférentielles de facturation des frais de recherche pour autant que cela ne soit pas indirectement pris en charge par les autres clients. En pareil cas, l'EI devra prendre à sa charge ce geste commercial.

- **Principes généraux**

De manière générale, il est rappelé que l'EI doit allouer le budget de recherche aux différents portefeuilles sous sa propre responsabilité, sur la base d'une politique d'allocation préalablement fixée, documentée et tenue à la disposition des clients.

Les répondants *buy-side* accueillent favorablement les clarifications apportées dans le cadre de la consultation sur l'allocation du budget et la flexibilité laissée aux EI dans la détermination de cette allocation. Malgré cette flexibilité, un certain nombre de répondants regrettent les lourdeurs induites par ces nouvelles dispositions. Un répondant s'interroge sur le niveau de granularité exigé quant à l'allocation

du budget aux différents portefeuilles. Sur ce point, il semble nécessaire de laisser aux gérants une latitude suffisante afin de pouvoir adapter les contraintes réglementaires à leur activité et au type de gestion pratiquée, tout en respectant l'obligation d'allouer *in fine* le budget par portefeuille. Dans cette hypothèse, il est attendu de la part du gérant qu'il soit en mesure d'expliquer et de justifier la décision qu'il a pu prendre.

Quelques répondants *buy-side* et *sell-side* émettent le souhait de pouvoir établir un budget de recherche par stratégie de gestion.

À cet égard, il peut être considéré que les entreprises d'investissement peuvent établir un budget de recherche par stratégie dans la mesure où les mandats sont similaires et les clients partagent les mêmes objectifs d'investissement.

- **Granularité du budget**

Certains répondants s'inquiètent de la façon d'exprimer le budget au client, à savoir en fonction des actifs gérés ou en points de base. Certains répondants indiquent que premièrement, le budget de recherche *ex ante* ne peut être que défini de façon globale¹⁸ du fait de l'évolution permanente des marchés, de la diversité des niveaux de risques dans les mandats et des stratégies d'investissement qui leur sont associées.

Deuxièmement, dans le cadre d'un contrat à commission de courtage partagée, certains répondants indiquent qu'il n'est pas possible de communiquer à un client donné *ex ante* un montant absolu ou relatif du budget global de recherche qui lui serait affecté, mais qu'il peut lui être indiqué que sa consommation de recherche sera « corrélée à l'activité de son portefeuille et lui indiquer la part recherche dans le courtage ou la commission de mouvement qui lui sera facturée à l'occasion des achats et des ventes dans son portefeuille ». Par ailleurs, un répondant considère que dans le cas des contrats à commission de courtage partagée, le critère du volume de transactions pourrait être utilisé pour indiquer au client les frais de recherche qu'il pourra supporter.

Or, la directive déléguée précise à l'alinéa 2 que lorsqu'une EI exploite un compte de frais de recherche, « les frais de recherche spécifiques sont sans lien avec le volume et/ou la valeur des transactions exécutées pour le compte des clients ». En outre, la directive déléguée prévoit que le montant des frais de recherche est convenu avec le client¹⁹, il est donc nécessaire qu'*a minima*, un montant maximum soit précisé.

Il est essentiel de rappeler l'obligation d'établir un budget de recherche par client et la nécessité que l'allocation de celui-ci à tel ou tel fournisseur de recherche soit sans lien avec le volume et/ou la valeur des transactions exécutées avec ce fournisseur de recherche.

3.3. Accord et information du client sur le budget de recherche

A. *Ex ante*

Rappel du contenu de la consultation :

S'agissant de l'information *ex ante*, c'est-à-dire l'information avant de rendre le service de gestion, les exigences de la directive déléguée sont doubles :

- convenir avec le client du montant du budget qu'il devra supporter ;
- une exigence d'information en continu, notamment en cas d'augmentation du budget en cours de période.

¹⁸ C'est-à-dire de manière « *top down* ».

¹⁹ Article 13, alinéa 5.

- **Contractualisation et information du client**

L'accord du client a vocation à s'appliquer pendant une durée potentiellement longue (de plusieurs années)²⁰. C'est pourquoi le budget supporté par le client devra être convenu entre l'EI et ce dernier à l'entrée en relation, dans les conditions générales ou l'accord de gestion des investissements. Le budget pourra être convenu sous forme de montant ou de pourcentage des actifs sous gestion, et ce, sur une base annuelle. Dans la mesure, où le budget resterait inchangé l'année suivante, le client devra seulement en être informé. Toutefois, si ce montant devait être modifié, et en particulier à la hausse, alors ce montant devrait faire l'objet d'un nouvel accord de la part du client.

- **Information sur l'augmentation du budget de recherche en cours de période**

Conformément à l'article 13²¹, en cas d'augmentation du budget de recherche en cours de période qui se traduit par une augmentation de la charge individuelle de frais de recherche que devront supporter les clients, ces derniers doivent en être clairement informés. Cette information devra mentionner cette augmentation, ainsi que l'impact prévisible sur la charge de recherche qu'ils devront supporter.

Un certain nombre de répondants *buy-side* et *sell-side* s'opposent à la compréhension de l'AMF selon laquelle le budget de recherche doit être convenu avec le client. En effet, certains répondants considèrent qu'aux termes de l'article 13 1 c) i) une simple information du client sur le budget suffit. Toutefois, il doit également être noté que l'article 13 alinéa 5 précise que « l'entreprise d'investissement convient avec ses clients, dans l'accord de gestion des investissements de l'entreprise ou dans ses conditions générales, des frais de recherche budgétés par l'entreprise et de la fréquence avec laquelle les frais de recherche spécifiques seront déduits des ressources du client au cours de l'année. Les augmentations du budget de recherche n'ont lieu qu'après que les clients ont été clairement informés d'une telle augmentation prévue ». Si en cas d'augmentation du budget en cours d'année l'EI peut se contenter d'une simple information, il semble que dans le cas de la détermination du budget, celui-ci doit bien être convenu avec le client. Certains répondants s'interrogent sur la forme que doit prendre cet accord du client. Sur ce point, il est proposé d'appliquer le formalisme convenu préalablement avec le client dans le mandat de gestion ou dans les conditions générales.

L'ensemble de ces dispositions sont applicables dès l'entrée en application de MiFID II sans disposition transitoire particulière.

S'agissant de l'accord *ex ante* obligatoire du client sur le budget supporté au titre de la recherche, il peut prendre la forme convenue préalablement avec le client dans le mandat de gestion ou dans les conditions générales.

B. *Ex post*

Rappel du contenu de la consultation :

L'information qui doit être fournie en fin de période (*ex post*) doit être fondée sur la réalité des dépenses supportées par chacun des portefeuilles. Il est rappelé qu'il n'est pas exigé que l'information individuelle communiquée aux clients soit détaillée par type de prestation ou par fournisseur de recherche, mais porte sur les coûts totaux supportés par chaque client pour les frais de recherche²². Néanmoins, l'EI reste libre de donner une information plus granulaire à son client si elle le souhaite.

²⁰ Même si la directive n'envisage que l'information du client au moment de l'entrée en relation, il semble logique que cette information soit communiquée à l'occasion de la fixation du budget annuel.

²¹ Article 13 alinéa 5 « [...] Les augmentations du budget de recherche n'ont lieu qu'après que les clients ont été clairement informés d'une telle augmentation prévue. »

²² Le prestataire a simplement l'obligation de donner à son client la répartition des dépenses globales par prestataire, mais pas la part de chaque prestataire alloué à chaque client.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants. Toutefois, il semble utile de préciser que cette information *ex-post* obligatoire peut être communiquée par tout moyen au client, mais en tout état de cause de manière individualisée.

C. Information supplémentaire à la demande du client

Rappel du contenu de la consultation :

Sur demande de ses clients, lorsqu'une entreprise d'investissement exploite un compte de frais de recherche, elle est tenue de fournir une synthèse indiquant²³ :

- la liste des prestataires rémunérés par l'intermédiaire de ce compte ;
- le montant total versé à ces prestataires au cours d'une période donnée ;
- les avantages et services reçus par l'entreprise d'investissement ; et
- une comparaison entre le montant total payé depuis le compte et le budget fixé par l'entreprise pour la période, en signalant toute remise et tout report s'il reste des fonds sur ce compte.

Cette synthèse est établie par l'EI pour l'ensemble de ses dépenses de recherche. La directive déléguée n'exige pas que la synthèse présente uniquement les dépenses supportées par le portefeuille concerné.

Cette synthèse doit également être tenue à disposition de l'AMF.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants.

²³ Conformément à l'article 13 alinéa 2.

4. Fonctionnement des différents types de comptes de frais de recherche et des contrats à commissions de courtage partagées sous ce nouveau cadre réglementaire

4.1. Fonctionnement et alimentation du compte de frais de recherche (*Research Payment Account – RPA*)

Rappel du contenu de la consultation :

Deux types de comptes de frais de recherche étaient proposés :

- **Modèle de RPA simple** : il s'agit d'un compte alimenté dans le respect du budget fixé ex ante, par des frais ad hoc, venant s'ajouter à la commission de gestion, prélevés aux clients selon une périodicité et une méthodologie à définir par l'EI, et indépendamment du rythme des transactions réalisées (par provisionnement des frais à chaque valorisation du portefeuille et prélèvement régulier sur l'encours par exemple).

- **Modèle de RPA fondé sur un contrat à commissions de courtage partagées (CCP)** : des frais de recherche sont prélevés à l'occasion de l'exécution de transaction par l'intermédiaire d'exécution pour le compte de l'EI, en sus des frais d'exécution ; l'EI définit puis pilote le pourcentage de frais devant être prélevé à l'occasion de chaque transaction pour que le niveau des frais de recherche prélevés soit *in fine* en ligne avec le montant budgété.

Quel que soit le modèle envisagé, c'est de ce compte que seront ponctionnés les fonds servant à la rémunération des prestataires de recherche, en fonction de l'exercice de revue de la qualité du service mené par l'EI.

Les répondants, en particulier du *buy-side*, ont accueilli favorablement ces deux types de compte de frais de recherche et en particulier la latitude laissée aux gérants quant au choix du type de compte de frais de recherche. Certains répondants indiquent que de leur point de vue le modèle dit « RPA simple » semble plus simple opérationnellement et présente l'avantage d'éviter que les sommes ne transitent chez l'intermédiaire. En outre, certains répondants soutiennent la possibilité laissée dans le cadre de la consultation de mettre en place plusieurs RPA. *A contrario*, un répondant considère que ces mécanismes ne présentent que peu d'intérêt du fait de leur lourdeur opérationnelle.

Certains répondants s'interrogent sur le statut des sommes déposées sur le RPA. Il peut être considéré que ces sommes une fois prélevées du compte du client, que ce soit par prélèvement périodique ou par le biais d'un contrat à commissions de courtage partagées, appartiennent à l'EI et non plus au client.

Rappelons que l'EI reste responsable des sommes collectées au titre des frais de recherche et même en cas de délégation du RPA auprès d'un tiers.

4.2. Responsabilité du ou des compte(s) de frais de recherche

Rappel du contenu de la consultation :

La directive déléguée précise que l'EI reste responsable du compte de frais de recherche aussi bien pour ce qui est de son alimentation, quel qu'en soit le modèle, que pour les paiements qui en émanent au bénéfice des prestataires de recherche. A cet égard, il appartient à l'EI de s'assurer que le compte ouvert auprès de son intermédiaire bénéficie d'une sécurité juridique satisfaisante.

Par ailleurs, la directive indique explicitement qu'il est possible pour l'EI de déléguer l'achat et le paiement de la recherche à un prestataire externe.

Enfin, la directive précise que le compte de frais de recherche est sous la responsabilité de l'EI. Il lui appartient donc de décider si elle souhaite mettre en place un ou plusieurs comptes de frais de recherche, et ce, pour des raisons opérationnelles notamment²⁴.

Ce point n'a pas appelé de commentaires spécifiques de la part des répondants.

4.3. Les CCP restent autorisés sous certaines conditions

Rappel du contenu de la consultation :

La directive clarifie explicitement que la collecte des frais de recherche via un flux de paiement unique sous la forme d'une commission de transaction est autorisée dans la mesure où sont respectées l'ensemble des conditions décrites ci-dessus et notamment :

- la mise en place d'un compte de paiement de recherche approvisionné par les frais de recherche facturés aux clients et dont l'administration peut être confiée à un tiers, mais dont l'EI reste responsable ;
- la distinction des frais d'exécution des frais de recherche ;
- la transparence ;
- la décorrélation volumes de transaction / frais de recherche ;
- l'établissement et le respect d'un budget²⁵.

Une majorité de répondants, en particulier du *buy-side*, apprécie cette clarification selon laquelle les contrats à commissions de courtage partagée pouvaient être maintenus. Un répondant regrette que cette pratique soit maintenue car considère que le lien entre exécution et recherche reste trop fort dans le cadre des CCP et soutient une approche par paiement distinct de la recherche. Dans la mesure où l'article 13 de la directive déléguée reconnaît la possibilité de maintenir les dispositifs de collecte liée à l'exécution de transaction²⁶, il ne semble pas souhaitable ni envisageable de les interdire au niveau national. Par ailleurs, quelques répondants estiment que la pratique des CCP est fortement compromise du fait des lourdeurs opérationnelles induites par la réglementation.

Les CCP restent autorisés dans la mesure où ils respectent les exigences de l'article 13 de la directive déléguée, en particulier pour ce qui concerne la détermination préalable du budget.

4.4. Le nouveau mode de fonctionnement des CCP

Rappel du contenu de la consultation :

Les dispositions de la directive déléguée n'apparaissent pas incompatibles avec le fonctionnement des CCP. Pour autant, les *processus* opérationnels de suivi des dépenses facturées via des CCP devront en particulier être ajustés sur les points suivants :

- la facturation des frais de transaction aux comptes de clients devra s'opérer de manière distincte pour les frais d'exécution et les frais de recherche ;

²⁴ Dans le cas d'une alimentation du compte par CCP, l'EI pourrait estimer qu'il lui est nécessaire d'ouvrir plusieurs CCP. En effet, détenir un seul CCP avec un seul intermédiaire pourrait conduire l'EI à faire exécuter l'ensemble de ses transactions par l'intermédiaire d'un courtier unique afin d'alimenter le RPA (ce qui pourrait s'avérer non souhaitable en matière de meilleure sélection). Toutefois, si l'EI l'estime souhaitable pour contrebalancer cet effet, l'EI pourra rapatrier l'ensemble de ses flux sur un seul compte centralisant l'ensemble des fonds disponibles. Rappelons que cette consultation n'aborde pas les implications fiscales du nouveau système et en particulier en cas de recours à la pratique d'un compte unique.

²⁵ Le montant total des frais de recherche perçus ne peut dépasser le budget de recherche.

²⁶ Article 13 alinéa 3.

- la facturation des frais de recherche devra être soumise à la mécanique budgétaire décrite ci-dessus, ce qui signifie en particulier que des mécanismes devront être en place pour que la facturation de frais de recherche aux portefeuilles soit interrompue lorsque le budget est atteint²⁷.

Si le compte de frais de recherche venait à présenter un excédent par rapport au budget en fin de période, en vertu de l'alinéa 5 de l'article 13, l'EI devrait prévoir un processus pour restituer ces fonds au client ou les inclure dans le budget et les frais de recherche calculés pour la période suivante. Si le budget n'était à l'inverse pas atteint, et hormis le cas où l'EI établirait que ses besoins de recherche sont *in fine* inférieurs à ceux prévus au budget, le solde devrait être versé aux prestataires de recherche concernés, c'est-à-dire par un paiement direct hors frais d'intermédiation, et éventuellement imputé aux clients.

Un répondant a indiqué que l'intermédiaire d'exécution devrait être en mesure de moduler le taux prélevé pour la recherche dans le cadre de l'exécution d'ordre afin de ne pas dépasser le budget maximum.

Les CCP restent autorisés mais l'EI doit prévoir un processus pour restituer les fonds au client dans le cas où les dépenses réelles seraient inférieures au budget. Si le budget n'était à l'inverse pas atteint, le solde devrait être versé aux prestataires de recherche concernés.

* * *

*

²⁷ Des mécanismes de rééquilibrages pourraient être le cas échéant mis en place si de nouveaux mandats également bénéficiaires de la recherche venaient à être conclus postérieurement à la suspension de l'alimentation du compte de frais de recherche.

Annexe 1 :

Instruction AMF n° 2007-02 - Services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres

Texte de référence : article 314-79 du règlement général de l'AMF

Article unique - Les services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres

Les services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres doivent répondre aux conditions mentionnées aux articles 314-82 et 314-83 du règlement général de l'AMF ; ils incluent, par exemple, l'ensemble des services de recherche économique et d'analyse financière.

En revanche, ne sont pas considérés comme des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, notamment les services suivants :

- 1° Les services d'évaluation des portefeuilles ;
- 2° L'achat ou la location d'ordinateurs ;
- 3° Le paiement de services de communication tels que les réseaux électroniques et les lignes téléphoniques dédiées ;
- 4° L'inscription à des séminaires ;
- 5° L'abonnement à des publications ;
- 6° Le paiement de voyages, loisirs ;
- 7° Le paiement de logiciels et notamment les systèmes de gestion d'ordres et les logiciels d'administration comme les traitements de texte ou programmes de comptabilité ;
- 8° L'adhésion à des associations professionnelles ;
- 9° L'achat ou la location de bureaux ;
- 10° Le paiement du salaire des employés ;
- 11° La fourniture d'informations publiques ;
- 12° Les paiements directs en espèces ;
- 13° Les services de conservation ou d'administration d'instruments financiers.