



Impression à partir d'une page du site internet de l'AMF

19 juin 2018

Discours de Natasha Cazenave, Secrétaire générale adjointe de l'AMF, Recherche en investissement – Un événement FinFees 'Bilan six mois après l'entrée en vigueur de MiFID 2' - Mardi 19 juin 2018

Seul le prononcé fait foi

Mesdames, Messieurs,

Bonjour. Je suis ravie d'être parmi vous pour cette matinée consacrée au financement de la recherche – permettez-moi de remercier tout particulièrement Bernard Coupez pour cette invitation. C'est un sujet, comme vous le savez, qui nous tient particulièrement à cœur à l'AMF et sur lequel nous sommes mobilisés de longue date.

Il m'a été demandé de dire quelques mots pour introduire cet échange. Je vais m'efforcer de vous présenter – brièvement – la position de l'Autorité mais ce matin j'ai surtout envie de vous poser des questions et de vous écouter vous, les professionnels, fournisseurs et consommateurs de recherche.

L'évaluation de l'impact du nouveau cadre applicable à la recherche – une priorité pour l'AMF

Depuis le 3 janvier 2018, un nouveau dispositif est en vigueur. Celui-ci transforme en profondeur les modèles économiques préexistants et vient accentuer la transformation industrielle plus globale qui résulte de l'accroissement de la gestion passive ou quantitative



et de l'électronisation des marchés. C'est la raison pour laquelle l'AMF a inscrit dans ses priorités stratégiques pour l'année 2018 l'évaluation de l'impact des nouvelles règles sur l'offre de recherche et son écosystème.

A ce titre, vos premiers retours et vos débats aujourd'hui sont pour nous essentiels. Six mois après son entrée en application, il est important de s'arrêter un instant pour faire le point sur les premiers constats et les premiers enseignements que l'on peut en tirer.



Comme chacun sait, ce sujet a émergé dans le cadre des discussions dites de niveau 2 lorsqu'il s'est agi de préciser les dispositions de la nouvelle Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers, MIF2. C'est dans ce contexte qu'il a été inscrit pour la première fois que la fourniture de recherche constituait un avantage générateur de risques de conflits d'intérêts et qu'il faudrait décorréliser le paiement de la recherche du paiement de l'exécution des transactions (" unbundling ").

Après d'intenses négociations dans lesquelles les autorités françaises – dont l'AMF ont cherché à limiter les conséquences dommageables de cette réforme, notamment pour les PME, un compromis sous forme de nouveau cadre pour le financement de la recherche a été trouvé. Il est défini dans la directive déléguée de MIF2. Son article 13 impose désormais que la fourniture de recherche fasse l'objet soit d'un paiement direct par le prestataire de service d'investissement (PSI) sur ses ressources propres ; soit d'un paiement mis à la charge des clients du PSI à partir d'un compte de recherche séparé et contrôlé par le PSI, sous certaines conditions de fonctionnement et de transparence. Ce cadre est complété par une série de questions réponses publiées par l'Autorité européenne des marchés financiers, l'ESMA.

L'AMF s'est efforcée tout au long du processus d'accompagner la place et d'apporter des clarifications sur la mise en œuvre opérationnelle de ce nouveau régime. Les parties prenantes ont été largement consultées pour identifier en amont les questions des acteurs et les éventuelles difficultés.

En juillet 2017, l'AMF a publié un guide pédagogique apportant autant d'éléments de réponse que possible sur des questions structurantes comme le champ d'application de cette

réforme, ce qui constitue de la recherche, ce qui peut être qualifié d'avantage non monétaire mineur, le traitement de la recherche macroéconomique ou encore le corporate access. Ce guide a depuis été mis à jour notamment pour tenir compte de la communication concomitante de la US SEC et de la Commission européenne sur l'application des règles européennes aux broker dealers américains.

Si on ne peut que soutenir l'objectif de lutte contre les conflits d'intérêts qui a justifié cette réforme, on ne peut en revanche que regretter l'absence de débat au niveau politique sur un sujet aussi sensible ainsi que l'absence d'analyse d'impact préalable.

Questions en suspens – enjeux de l'étude d'impact

En effet, aujourd'hui les textes s'appliquent, mais des questions restent en suspens. En tant que régulateur, l'AMF souhaite accompagner la mise en œuvre de ces nouvelles exigences et comprendre les difficultés opérationnelles auxquelles les acteurs se trouvent confrontés.

Autant que possible nous allons également nous efforcer de mesurer les impacts de cette réforme (sur la gestion collective, sur la recherche indépendante, sur l'obligatoire, sur la compétitivité des acteurs européens) et d'en identifier les éventuelles conséquences non voulues (par exemple sur la couverture des PME).

Dans cette logique d'accompagnement de l'industrie, mais dans une perspective de moyen terme, l'AMF souhaite évaluer l'impact des nouvelles règles en matière de financement de la recherche au niveau de l'ensemble du marché français – et européen (" l'écosystème "), et sur les différents acteurs qui le composent (asset managers, brokers, fournisseurs de recherche indépendants, émetteurs). Pour cela, l'AMF apporte son soutien et sa contribution à l'initiative de place MiFID Vision, lancée par la SFAF en février de cette année et qui fédère l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur financière (SFAF, AFG, AMAFI, Euronext, Paris Europlace) avec la participation de la Direction Générale du Trésor. L'objectif de cette initiative est, au travers d'un baromètre publié sur les sites internet des organismes qui la constituent, d'analyser les tendances sur les acteurs et sur la compétitivité de la place financière de Paris, en comparaison avec les places financières européennes et mondiales. De nombreux acteurs étant globaux, cette dimension est indispensable.

- Si l'on s'attache aux enjeux d'ores et déjà identifiés, l'AMF sera tout particulièrement attentive à l'impact sur la couverture des PME-ETI, un enjeu tout à fait essentiel signalé à plusieurs reprises à la Commission européenne. La crainte relative au financement des PME par les marchés, exprimée maintes fois et par différents types d'acteurs est au cœur de notre démarche. Le financement des PME – et de l'économie plus largement – est une préoccupation majeure pour l'AMF. Pour évaluer cet aspect, nous devons disposer de



données précises et fiables, ce que nous allons nous atteler à obtenir dans les prochains mois. La Commission européenne prévoit également de mesurer, selon cet angle, l'impact des nouvelles règles. Nous espérons que les messages que nous pourrions porter au niveau européen, feront résonance avec les retours constatés par la Commission européenne.

- D'autres questions se posent. Par exemple, dans quelle mesure les exigences en matière de financement de la recherche de MIF2 vont-elles être étendues à la gestion collective ? Et en cas d'extension du dispositif à la gestion collective, quelles sont les exigences applicables ? En France, les nouvelles règles MiFID 2 sur le financement de la recherche n'ont pas été étendues à la gestion collective : c'est un choix assumé, qui ressort d'une lecture stricte des textes (la gestion collective n'entre pas dans le périmètre de MiFID 2). D'autres autorités, comme la FCA, ont fait un choix différent, ce qui a pu amener certains acteurs opérant au sein de groupes internationaux à devoir étendre les nouvelles règles à leurs activités de gestion collective. De même un certain nombre de sociétés de gestion ont fait ce choix, du fait de contraintes opérationnelles, parce que traiter différemment gestion privée et gestion collective peut s'avérer complexe. En réponse à des questions émanant de certains de ces acteurs, l'AMF a récemment précisé les modalités d'affichage des frais de recherche dans les prospectus des OPCVM et des FIA. Il serait intéressant de connaître la position des acteurs sur ce sujet. Quelle proportion a fait ce choix ? Quels facteurs conduisent à cette décision ?
- Dans le même esprit, un travail d'analyse doit être mené pour apprécier les effets induits par ce nouveau dispositif sur le segment obligataire. Initialement conçue pour la recherche actions, la nouvelle réglementation a été étendue à la recherche obligataire sans nécessairement tenir compte des spécificités propres à ce segment d'activité. Quelles sont les difficultés rencontrées ?
- Un point spécifique sur la recherche indépendante s'impose aussi. La logique des textes voudrait que la recomposition du paysage de l'analyse financière redonne toute sa place à l'analyse financière indépendante, par définition, non porteuse de conflit d'intérêts (elle n'est pas couplée à un service d'exécution). Certains soutiennent d'ailleurs que le nouveau dispositif constitue une opportunité pour les bureaux de recherche indépendants qui peuvent offrir une recherche à forte valeur ajoutée sur des segments de niche. D'autres au contraire s'inquiètent de l'impact des nouvelles mesures qui auraient pour effet de conduire à une réduction du nombre de fournisseurs de recherche et à une baisse drastique du prix de la recherche en lien avec des pratiques commerciales agressives de quelques acteurs (qui peuvent se permettre de " casser les prix " et se reposer sur d'autres activités sources de profits), mettant à mal les modèles économiques de la recherche indépendante.
- Qu'en est-il de la gestion passive : dans quelle mesure la gestion passive, qui ne contribue pas au processus de formation des prix, devrait-elle contribuer au financement de la

recherche fondamentale single stock ?

- Enfin, quel impact a cette réforme MiFID 2 sur la dynamique du marché et la compétitivité des acteurs européens dès lors qu'une partie du monde, interconnectée avec des régions comme l'Amérique du Nord ou l'Asie, " impose " des règles plus strictes dans le financement de la recherche ?

Prochaines étapes

Comme je le rappelais plus haut, l'AMF fait du suivi de la mise en œuvre de la directive MIF2 et de ses effets un axe prioritaire de sa stratégie 2018. Et dans ce contexte, le volet recherche est visé au premier chef.

Dans cette perspective, nous sollicitons les acteurs afin qu'ils partagent leurs retours d'expérience sur cette nouvelle réforme ainsi que les difficultés rencontrées dans sa mise en œuvre. Je vous invite d'ailleurs tous à nous faire part de votre expérience soit directement soit à travers votre association représentative.

Des questionnaires ont été envoyés à certains PSI pour recueillir de premiers retours notamment sur le nombre de valeurs suivies, le mode de facturation privilégié par les clients (compte de recherche ou ressources propres), le nombre d'analystes que compte la structure, la couverture assurée, le mode de facturation retenu (abonnement ou paiement par prestation), etc.

De même en ce qui concerne les sociétés de gestion, les équipes de supervision échangent avec les acteurs sur l'impact de ces nouvelles règles sur le nombre de brokers auxquels la société a recours, sur l'analyse financière menée en interne, sur le recours ou non à des bureaux de recherche indépendants, etc.


L'objectif est de parvenir à documenter les effets de cette réforme afin de cibler les éventuels aménagements à apporter. Si des modifications étaient ensuite jugées nécessaires, l'AMF pourrait partager ses analyses avec ses homologues et sensibiliser, en lien avec les autorités françaises, les autorités européennes, qui demeurent attentives à ce sujet. Celles-ci sont en effet susceptibles de prendre des initiatives, notamment dans le cadre de l'étude de la Commission européenne sur l'impact sur le financement des PME par les marchés.

Je suis consciente d'avoir davantage posé des questions qu'apporter de réponses mais j'espère que nous aurons l'occasion d'évoquer ces sujets dans le cadre des tables rondes qui vont suivre, et de futurs échanges. Je vous souhaite une discussion riche et fructueuse.



Merci de votre attention.

SUR LE MÊME THÈME

 S'abonner à nos alertes et flux RSS

RAPPORT / ÉTUDE MIF

08 juillet 2025

Tendances de l'activité
des investisseurs
particuliers par
tranche d'âge et sexe



POSITIONS UE DE L'AMF

INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

09 avril 2025

Vers un Régime Pilote
européen plus
compétitif :
propositions des
autorités françaises et
italiennes pour
développer
l'expérimentation des
infrastructures de
marché sur...



ACTUALITÉ

INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

11 décembre 2024

Régime Pilote : l'AMF
publie un dossier
thématique dédié à la
mise en œuvre du
règlement



Mentions légales :

Responsable de la publication : Le Directeur de la Direction de la communication de l'AMF. Contact : Direction de la communication, Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

