

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

26 novembre 2018

Discours de Robert Ophèle, président de l'AMF - Conférence MiFID Vision " MiFID 2 : premières leçons tirées de la mise en œuvre et propositions d'amélioration " - Mardi 27 novembre 2018 - Palais Brongniart

Seul le prononcé fait foi

On le sait, la France n'était pas en faveur de l'encadrement du financement de la recherche introduit par MiFID 2. En effet, si nous pouvons comprendre la volonté de supprimer les conflits d'intérêt que peut faire naître la fourniture gratuite de recherche en accompagnement d'autres services par les brokers, les subventions croisées qui en découlaient alimentaient une recherche sur des valeurs moyennes, recherche dont le modèle économique est intrinsèquement fragile.

Si la facturation de la recherche ne peut qu'avoir un effet positif sur sa qualité, on pouvait craindre des effets pervers : attrition de la recherche sur les valeurs petites et moyennes, concentration de l'activité de recherche dans les plus gros acteurs, via son internalisation par les grands investisseurs, via une concentration du secteur de la recherche indépendante, via une facturation " compétitive " du service par de grands brokers (qui vérifie que leur recherche est facturée à son " juste prix " ?). Le développement d'un modèle de recherche payée par les émetteurs, réponse naturelle des émetteurs qui veulent assurer un suivi de leurs titres, pouvait également déboucher sur une gestion délicate des conflits d'intérêt à l'image de ceux qui ont touché les agences de notation et ont conduit à leur encadrement réglementaire spécifique.

Il est clair que la montée de la gestion passive et l'encadrement du financement de la recherche limitent singulièrement l'offre de recherche. Si on combine cela avec une application non proportionnée de la réglementation sur les abus de marché – souvenons-nous du débat sur les contrats de liquidité -, cela n'encourage pas l'introduction en bourse des valeurs moyennes.

Or la préservation et le développement d'un écosystème dynamique de valeurs moyennes cotées est l'une des conditions du dynamisme de notre économie et il n'y a pas de marché performant sans confrontation de plusieurs analyses indépendantes de qualité. Cette recherche indépendante a de nombreuses externalités positives, les autorités publiques doivent l'encourager.

Au-delà de ces propos généraux, il convenait de documenter, de préciser le diagnostic afin de faire les bonnes propositions d'évolution réglementaire. La Place de Paris s'est mobilisée à cet effet et je remercie la SFAF d'en avoir pris l'initiative à travers le projet MIFID Vision. La conférence d'aujourd'hui nous donne des premiers éléments. Premiers éléments car à l'évidence les adaptations induites par la réglementation ne sont pas achevées et ce n'est probablement qu'en 2019 qu'on devrait pouvoir en mesurer son plein effet.

Mais il est clair que le mécanisme est déjà largement entamé. Le constat du CLIFF est éloquent :

- pour les capitalisations entre 150 M€ et 1 Md€, on est passé de 5 à 3 analystes en moyenne en 6 mois, entre octobre 2017 et mai 2018 ;
- et désormais, 40 % des émetteurs dont la capitalisation est inférieure à 1 Md€ doivent financer eux-mêmes une recherche indépendante pour bénéficier d'une couverture minimum ;
- 1/3 des valeurs inscrites sur le compartiment B d'Euronext sont suivies par au maximum un analyste. Ce taux dépasse 70 % sur Euronext Growth.

Que faire ? La Commission européenne est consciente des enjeux et a lancé fin juin un appel d'offres afin de sélectionner un prestataire qui réalisera une étude d'impact de MiFID2 sur la recherche PME. Les conclusions de l'étude ne sont pas attendues avant l'automne 2019. Et même si le règlement PME en cours d'examen par les co-législateurs européens pourrait pousser en faveur d'une approche plus proportionnée de l'encadrement de la recherche, les éventuelles évolutions réglementaires sont au mieux pour 2020.

Vous le savez, l'AMF s'est attachée à interpréter de façon la plus constructive possible les dispositions réglementaires concernant la recherche. Elle l'a notamment fait via son guide

sur le financement de la recherche, guide qui est actualisé régulièrement pour répondre aux questions posées. Au début de cette année, elle a ainsi clarifié les conditions dans lesquelles la recherche produite dans le cadre d'une émission sur le marché primaire peut être considérée comme un avantage non monétaire mineur. On peut sans doute aller plus loin mais, à l'évidence, les marges de manœuvre sont, de notre côté, limitées.

J'invite donc la Place à poursuivre sa mobilisation sur le sujet, à préciser de façon opérationnelle comment le principe de proportionnalité pourrait se décliner (je pense par exemple au mécanisme de " Research Payment Accounts "), et à proposer des dispositifs qui pourraient contribuer par des mécanismes de mutualisation au développement de la recherche financière.

La conférence d'aujourd'hui est importante et il nous faut poursuivre dans cette voie, il faut une nouvelle conférence MIFID Vision en juin avec de nouvelles propositions concrètes.

A un moment où le modèle économique de la recherche financière hésite entre un modèle financé par les émetteurs et celui financé par les investisseurs, il importe que nous mobilisions notre intelligence collective pour trouver les moyens de développer ce qui peut être un atout de la Place de Paris, une capacité de recherche diversifiée accessible à tous les investisseurs.

SUR LE MÊME THÈME

 S'abonner à nos alertes et flux RSS

ACTUALITÉ

MIF

22 février 2022

L'ESMA consulte sur certains aspects des exigences en matière d'adéquation de la directive MIF2



POSITIONS UE DE L'AMF

EUROPE & INTERNATIONAL

03 février 2022

Réponse de l'AMF à la consultation ciblée de la Commission européenne sur le Listing Act



POSITIONS UE DE L'AMF

SUPERVISION

22 décembre 2021

Les régulateurs de marché français et néerlandais appellent au renforcement du cadre de supervision par les autorités nationales dans le contexte de l'offre de services...



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