

CONSULTATION DE L'AMF RELATIVE AUX NOUVELLES MODALITES DE FINANCEMENT DE LA RECHERCHE PAR LES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE DE LA DIRECTIVE MIFID II

Réflexions et remarques de l'AFG

L'AFG remercie l'AMF de proposer un texte qui tienne compte à la fois des exigences fortes issues de la directive MIF II et des contraintes pratiques auxquelles doivent faire face les sociétés de gestion s'agissant de leur mise en œuvre, ainsi que des intérêts de la Place de Paris.

I) Remarques préliminaires

a) Champ d'application :

1. Services concernés

Cette position/recommandation ne s'appliquera qu'à la gestion sous mandat et au conseil en investissement indépendant. Il serait utile de préciser que le conseil en investissement non indépendant n'est pas concerné. Dans cette note, nous n'évoquerons que la gestion sous mandat.

2. Application volontaire pour partie à la gestion collective

La gestion collective n'est pas dans le champ d'application de cette directive. Toutefois, pour des raisons d'homogénéisation de leur « tuyauterie », certaines SGP voudront de leur propre initiative étendre le dispositif à l'ensemble de la gestion. Il conviendra dans ce cas de ne pas exiger une application de toutes les dispositions, sachant que certaines d'entre elles ne sont matériellement pas transposables à la gestion collective, par exemple l'information de chaque client sur le budget ex ante.

3. Champ d'application territorial

Ce texte s'imposera aux SGP françaises pour les mandats gérés en France et pour le compte de client français. Qu'en sera-t-il des mandats gérés en France pour le compte de clients étrangers (par étranger, nous entendons hors UE, en anticipant une application homogène de la directive déléguée au sein de l'UE) ou des mandats gérés à l'étranger pour le compte de clients français ? Ou encore des mandats français commercialisés en France mais dont la gestion financière a été déléguée à l'étranger ?

Par exemple, si un client français accorde un mandat de gestion à une SGP française qui délègue ensuite la prestation à un gérant situé à l'étranger, le dispositif ne devrait pas être applicable puisque la prestation de recherche est fournie au gérant étranger. En effet, dans ce cas de figure il semblerait irréaliste de faire peser sur la SGP la responsabilité d'imposer la mise en œuvre d'un tel dispositif à un gérant étranger.

Il nous semble important de clarifier le champ territorial du dispositif.

4. Adaptation du dispositif au marché obligataire

Nous estimons, comme l'AMF, que l'application de la directive précitée pour le marché obligataire pose des problèmes techniques et qu'il conviendra de poursuivre la réflexion à ce sujet. Nous souhaitons toutefois exprimer notre inquiétude sur les conséquences probables d'une application du dispositif à ce secteur.

Nous insistons sur le fait que sur ce marché caractérisé par une grande hétérogénéité de l'offre, la recherche contribue notamment à l'évaluation du caractère équitable du prix d'un instrument de *fixed income*. En particulier, le mode de rémunération des coûts d'intermédiation via le bid/ask spread en place depuis des décennies nécessiterait un mode d'adaptation particulier du texte européen.

In fine, nous craignons que l'application brute du même dispositif à la recherche action et la recherche *fixed income* conduise au tarissement de l'offre de recherche dans ce secteur, ce qui irait à l'encontre de l'intérêt des clients.

5. Affichage des frais

L'évolution de la réglementation européenne tant dans le cadre de MIF que de PRIIPS doit nous conduire à clarifier et unifier la présentation au niveau européen des frais y compris ceux de la recherche. Nous espérons que le futur Q&A de l'ESMA traitera du sujet.

6. Application du dispositif aux SGP de taille modeste

Le dispositif prévu est lourd à mettre en place et ne trouve pas sa justification par rapport à sa complexité pour des budgets de recherche dont les montants sont modestes. Un groupe de travail ad-hoc composé de SGE s'est réuni à deux reprises à ce sujet et propose la mise en place d'un seuil de budget de recherche en deçà duquel l'application du texte serait assouplie :

- un seuil à 0.10%/ des actifs gérés en mandat, plafonné à 500 000 €/an semble raisonnable. Il a été déterminé en référence au seuil des 500 000 € de transactions qui déclenche le reporting sur les transactions adressé à l'AMF chaque année. Certes, la part de la recherche est estimée à 2/3 des coûts de transactions soit 350 000€ mais à laquelle il faudra ajouter le coût de la recherche non actions.

Sous ce seuil, la SGP évalue un budget global au niveau de l'entreprise, sans distinction de stratégies/univers d'investissement, ni détail des prestations. La SGP négocie un forfait avec son/ses fournisseur(s). Ensuite :

- soit la SGP paie ce budget sur ses propres ressources. La communication au client et le reporting annuel AMF (régime commun) n'ont plus lieu d'être.
- soit la SGP facture le coût de l'analyse au client via le compte « frais de recherche » (RPA), alimenté directement par l'actif géré ou par les transactions (système des CCP) :
 - en ex ante et en continu: la SGP établit son budget global et son suivi au cours de l'exercice. Il est communiqué aux clients l'existence de frais de recherche et leur mode de prélèvement ;
 - en ex post : le SGP informe le client de la part du budget réellement consommé qui lui a été facturé, dans le reporting annuel de gestion.

7. Dispositions transitoires

Des dispositions transitoires permettant une souplesse dans la mise en œuvre du dispositif vis-à-vis des contrats en cours sont souhaitables. Une information préalable du client dans ce cas via les reportings annuels de gestion nous semble suffisant.

II) Remarques sur le projet de rédaction de la position/recommandation

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

1.1 Critères de définition de la recherche

La qualification de recherche devra résulter d'une analyse de la part de la SGP recevant la prestation. Cette prestation pourra en effet constituer une véritable aide à l'investissement pour une SGP donnée et en revanche ne pas présenter de valeur ajoutée particulière pour une autre.

L'AMF pourrait préciser que la qualification de recherche devra être envisagée du point de vue de la SGP qui reçoit l'analyse.

Par ailleurs, il est essentiel que la qualification de service de recherche soit appréhendée non pas en fonction de l'acteur mais du service rendu. Ainsi, par exemple, les fournisseurs de

données ont été exclus en 2009 du dispositif, puisqu'ils ne délivraient, à l'époque de la rédaction de l'instruction AMF et de la Charte AFG/AFEI, que des informations de marché utilisées par les traders et les tables de négociation.

Depuis, ces fournisseurs de données ont développé leur offre en particulier vers les gérants dans l'aide à la décision d'investissement. Les textes actuels s'ils restent en l'état ne permettent toutefois pas de qualifier ces services rendus de service d'aide à la décision d'investissement et par conséquent de les faire bénéficier des CCP.

1.2 Critères de définition des prestations pouvant être affectées au budget recherche.

Il n'est évidemment pas question de revenir sur la rédaction du niveau 1 mais si la référence au considérant 28 est judicieuse pour en extraire une définition de la recherche, il nous semble que les critères contenus dans cet article sont d'inégale pertinence, notamment le dernier critère indiquant que l'analyse financière sert à guider une stratégie d'investissement ou apporte une valeur ajoutée aux décisions du gérant par ses conclusions fondées sur un éclairage et une analyse originaux. En effet, ce critère nous apparaît imprécis et redondant par rapport à celui essentiel à nos yeux qui consiste à permettre au gérant de se former une opinion sur un instrument financier, un émetteur ou un secteur. La reprise du dernier critère de ce considérant pourrait être évitée et le document de l'AMF, par souci de clarté aurait avantage à privilégier les autres, c'est-à-dire :

- que la recherche porte sur des actifs et généralement des instruments financiers ou sur leurs émetteurs ou sur un secteur, voire un marché spécifique
- qu'elle permet donc de se former une opinion sur son objet ;
- et de prendre position (même implicitement) sur une stratégie d'investissement en formulant par exemple un avis sur le prix de son objet.

Par ailleurs les études macro-économiques ne sont pas expressément citées dans le champ de la recherche. Or, outre leur utilité sur le marché des actions, elles deviennent indispensables en raison de l'élargissement de la réglementation à l'analyse taux et changes qui demandent d'inclure les agrégats macro-économiques.

1.3 Les éléments de facto exclus du budget recherche :

L'AFG souhaite une mise à jour de la liste (non exhaustive) des prestations exclues du dispositif, et être consultée à ce sujet.

1.4 Les avantages non pécuniaires mineurs :

Parmi les critères retenus figurent :

- le financement de l'étude par l'émetteur ;
- une large diffusion ;

Ces critères, de bon sens, pourraient à notre avis être nuancés et complétés :

Sur le financement, le critère retenu devrait être que celui-ci ne soit pas assuré par la SGP. D'autres prestataires que l'émetteur peuvent en effet trouver intérêt à ce financement, notamment le broker surtout si le change et les taux sont inclus dans le dispositif.

Une large diffusion constitue en effet une présomption de gratuité. Toutefois, celle-ci doit être appréciée par la SGP qui n'a pas forcément connaissance du degré de diffusion. L'accès libre et gratuit devrait à notre avis être également un critère à retenir.

1.5 Application de la définition à certains documents ou services spécifiques

A) L'information générale

Nous partageons l'analyse de l'AMF. Nous ajouterons toutefois que le mode d'accès à cette information générale, qui peut avoir un coût, devrait pouvoir être inclus dans le budget recherche.

B) Les notes d'analyse macro-économiques

Effectivement, l'analyse macro-économique relève du champ de la recherche, sauf lorsqu'elle est largement distribuée. Or, outre leur utilité sur le marché des actions, elles deviennent indispensables en raison de l'élargissement de la réglementation à l'analyse taux et changes qui demandent d'inclure les agrégats macro-économiques.

C) Les prestations commerciales

Nous approuvons la position de l'AMF pour les prestations commerciales décrites dans ce paragraphe.

D) Le "corporate access"

La qualification du « corporate access » comme service d'investissement a été contesté au Royaume-Uni par le régulateur. La position de l'AMF est judicieuse.

En particulier, le corporate access doit pouvoir continuer à être considéré comme un minor non monetary benefit quand il s'agit d'un service de conciergerie et d'entremise pour obtenir une réunion.

2. Fonctionnement du budget recherche.

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

A) L'établissement du budget de recherche.

Nous approuvons l'approche de l'AMF consistant, pour l'affectation ex ante par portefeuille, à laisser le choix de la méthode à la SGP (approche top down ou bottom up, avec la possibilité dans ce dernier cas de segmenter le budget global par grandes catégories de stratégie ou d'actifs gérés). Toutefois, nous nous interrogeons, dans la définition de ces catégories, (small cap, mid-cap...) de la possibilité ou non de mutualiser les frais de recherche sur les PME/ETI.

Nous comprenons que la liste des critères à prendre en compte pour évaluer le budget prévisionnel de dépenses n'est pas exhaustive et n'exclut pas des critères complémentaires de la responsabilité du gérant.

B) Le monitoring du budget.

La qualité de la prestation doit effectivement faire l'objet d'un contrôle régulier notamment par des processus de vote auprès des parties prenantes au sein de la société de gestion, étant entendu, comme nous l'avons précisé plus haut, qu'une même prestation pourra faire l'objet d'une évaluation différente d'une SGP à l'autre.

Le texte prévoit la mise en place d'un processus robuste et « indépendant » d'évaluation de la qualité des prestations. Nous comprenons que cette notion d'indépendance signifie que l'évaluation de la recherche (par les gérants par exemple) doit être effectuée de manière indépendante de l'évaluation de l'exécution (par les tables de négociations).

C) La révision du budget

Une augmentation significative du budget annuel global évalué doit faire l'objet d'une information préalable du client. Or l'information initiale sur le budget ne concerne que les entrées en relation, ce qui limite son champ de diffusion. La transmission de cette information doit pouvoir être effectuée par tout moyen. En ce qui concerne la révision annuelle du budget, celle-ci pourrait être annoncée par exemple dans les comptes rendus périodiques de gestion.

2.2) L'allocation du budget par portefeuille.

Le dernier alinéa de ce paragraphe pourrait laisser à penser que le budget global de la recherche peut inclure la partie dédiée à la gestion collective. Si tel est le cas, cela n'est pas conforme à l'application aux seuls mandats des dispositions de MIFID.

2.3) Accord et information du client sur le budget de la recherche.

L'article 13 de la directive précitée traite de plusieurs sujets, notamment : l'information ex ante sur le budget de la recherche de la SGP – l'information ex ante sur le budget de la recherche pour chaque portefeuille - l'accord du client sur le fonctionnement du compte recherche à faire figurer dans l'accord de gestion - – l'information avant toute augmentation du budget de recherche en cours d'exercice.

A) Ex ante

En aucun cas, l'article 13 ne demande un accord ex ante du client sur le montant du budget recherche, qu'il soit global ou affecté à son portefeuille. En effet :

A la lecture de l'article 13 doivent figurer dans l'accord de gestion avec le client ou dans les conditions générales les modalités du fonctionnement du compte de recherche c'est-à-dire le type de frais de recherche concernés ainsi que la fréquence des prélèvements sur les ressources du client. (Paragraphe 5). Nous noterons d'ailleurs qu'en cas de dépassement de budget, seule dans ce même alinéa est demandée une nouvelle information ex ante, et non un accord. En revanche l'information ex ante prévue au paragraphe 1 (c) i) est demandée effectivement en ce qui concerne le budget global de la recherche par client et le montant estimé par mandat.

Ainsi, la directive ne demande pas de « convenir (ex ante) avec le client du montant du budget qu'il devra supporter » mais bien de l'informer du montant estimé. La rédaction du projet de position devrait être revue sur ce point (page 15 point 2.3 « accord et information du client sur le budget de la recherche).

Il conviendrait par ailleurs d'assouplir ce dispositif pour les clients existants.

Nous notons également une contradiction dans le paragraphe « Contractualisation et information du client » (page 15 de la consultation). En effet, la phrase « *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* » n'est en ligne ni avec la directive déléguée qui prévoit une information du client, ni avec la suite du texte de la consultation (paragraphe « Information sur l'augmentation du budget de recherche en cours de période ») qui reprend les termes de la directive déléguée.

Il nous semblerait donc opportun de supprimer cette phrase si une version révisée de la consultation devait être publiée sous forme de position ou de recommandation.

B) Ex post

Nous souhaiterions que l'AMF précise que le support de l'information *ex post* du client est libre (email, compte-rendu de réunion, courrier ou autre).

C) Information supplémentaire à la demande du client

Le nom des prestataires de recherche et le montant total qui leur est attribué sont des informations particulièrement sensibles, qui relèvent du secret commercial. Cette information donnée au client pourra facilement être obtenue par d'autres parties prenantes.

Nous souhaiterions que l'AMF modifie sa position sur ce point et indique que la fourniture de cette information au client devrait rester facultative. A tout le moins que le montant total demandé ne soit pas ventilé entre les différents prestataires.

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

3.1 Fonctionnement et alimentation du compte frais de recherche (RPA)

Il serait utile que les frottements de TVA au regard du type de prélèvement choisi soient clarifiés.

3.2 Responsabilité du ou des comptes de frais de recherche.

Plusieurs comptes peuvent être ouverts et leur gestion déléguée. La précision de l'AMF est fort utile.

3.3 Les CCP restent autorisées sous certaines conditions.

Nous remercions l'AMF de permettre la persistance de ce processus de financement de l'analyse financière.
