

## Consultation publique de l'AMF relative aux nouvelles modalités de financement de la recherche par les entreprises d'investissement dans le cadre de la directive MiFID II

### Présentation de la consultation

- *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)<sup>1</sup> et de la directive déléguée<sup>2</sup> publiée le 7 avril dernier, l'AMF souhaite consulter les acteurs et les associations de la Place de Paris, sur des principes de mise en œuvre opérationnelle des nouvelles règles relatives au financement de la recherche.

En effet, la fourniture aux entreprises d'investissement (EI) - et spécialement à celles qui fournissent 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* »).

A 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 mais issu d'un compte de recherche séparé, accepté par le client et contrôlé par l'EI, et ce sous certaines conditions opérationnelles de fonctionnement et de transparence.

Cette disposition constitue une innovation majeure puisque, sous l'empire de la directive MiFID I, la fourniture de travaux de recherche n'avait jamais été traitée comme une forme d'avantage ou d'incitation.

Conformément à son article 93, la directive MiFID II entrera en application le 3 janvier 2018<sup>3</sup> après sa transposition en droit national, qui doit être finalisée avant le 3 juillet 2017.

Ainsi, l'article 13 de la directive déléguée sera intégré au droit positif français. Il est anticipé que cette intégration se fasse au sein du Règlement Général de l'AMF, dont un projet de rédaction sera présenté ultérieurement à la Place et fera l'objet d'une consultation séparée.

---

<sup>1</sup> 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>

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> L'entrée en application de la directive MiFID II et le règlement MiFID a été repoussée d'une année au 3 janvier 2018, par publication d'un texte modifié au JOUE le 1<sup>er</sup> juillet dernier.

Même s'il s'agit d'une directive et non d'un règlement – ce qui pourrait donner une certaine marge de manœuvre aux autorités nationales pour en intégrer les dispositions dans le droit français – est privilégiée à ce stade une transposition littérale de l'article 13. En effet, la rédaction de cet article est très détaillée et précise. Cette disposition est par ailleurs le résultat d'un compromis issu de discussions et de négociations denses qu'une transposition non littérale risquerait de déstabiliser.

La consultation engagée ici n'est pas à proprement parler un exercice de transposition. Elle ne se substituera pas aux travaux législatifs et réglementaires nécessaires et elle n'entend pas préempter ces travaux, et notamment l'écriture du RGAMF, qui donneront lieu à une consultation spécifique ultérieure.

Elle poursuit essentiellement deux objectifs :

- proposer aux EI – en particulier celles qui offrent le service de gestion de portefeuille sous mandat - une grille de lecture de cette nouvelle réglementation pour leur permettre d'en tirer les conséquences dans leurs activités quotidiennes ;
- proposer des réponses pratiques aux principales questions posées par la mise en place par les EI du nouveau dispositif de financement de la recherche, spécialement sur le champ d'application des nouvelles règles (qu'est-ce qu'un document de recherche ?) et sur les modalités de fonctionnement du dispositif de compte de recherche, qui est la grande nouveauté du texte.

Naturellement, elle n'a pas vocation à répertorier l'ensemble des questions, que seule la pratique révélera, ni à se substituer aux clarifications qui pourront éventuellement être apportées dans l'avenir par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF).

Suite au retour de consultation, il pourra être envisagé de publier une version révisée de ce document sous forme de position ou de recommandation.

- *L'objectif général de la réforme est d'encadrer plus strictement les risques de conflits d'intérêts*

L'un des objectifs majeurs de MiFID II est de renforcer les dispositions ayant pour objet la prévention et la gestion de toute sorte de conflits d'intérêts. Dans ce contexte, cette directive prévoit un certain nombre de mesures encadrant les relations entre les EI et leurs prestataires, définies par la directive déléguée. MiFID II prévoit notamment qu'une entité ne peut verser ou recevoir une rémunération ou une commission, ou fournir ou recevoir un avantage non pécuniaire (*inducement*), à moins que le paiement ou l'avantage ait pour objet d'améliorer la qualité du service fourni au client et ne nuise pas au respect de l'obligation de l'EI d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle, au mieux des intérêts de ses clients. Par ailleurs, la perception, en les conservant, de tout avantage ou rémunération (*inducement*) est strictement prohibée dans le cadre de la fourniture du service de gestion de portefeuille ou de conseil indépendant<sup>4</sup>.

Le traitement au regard des règles relatives aux *inducements* de la fourniture, aux gérants de portefeuille, du service de recherche a fait l'objet de longs débats dans le cadre de l'élaboration des avis techniques publiés par l'ESMA en décembre 2015 (travaux dits de « niveau 2 »). La directive déléguée précise dans quelles conditions la fourniture de la prestation de recherche ne doit pas être considérée comme un *inducement* et son coût peut en conséquence être supporté par les portefeuilles des clients<sup>5</sup>.

L'accès à une recherche de qualité et diversifiée est l'outil de base indispensable d'un gérant de portefeuille, notamment dit « actif », afin de l'aider dans ses choix d'investissement. Les dispositions prévues par la directive MiFID II vont profondément modifier le financement de la recherche et remettre en cause un grand nombre de modèles existants.

---

<sup>4</sup> Les avantages non pécuniaires considérés comme mineurs (en vertu du paragraphe 3 de l'article 12 de la directive déléguée) sont acceptables.

<sup>5</sup> L'article 13 de la directive déléguée du 7 avril 2016 est disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive_fr.pdf)

Si jusqu'à présent ce financement était généralement assuré par les portefeuilles gérés au travers des frais d'intermédiation (avec le cas échéant la possibilité d'affecter une partie de ce financement à un autre prestataire de recherche que celui assurant le service d'exécution), ce schéma de financement est désormais strictement encadré par un processus budgétaire destiné à assurer l'achat par le gérant de prestations de recherche utiles à sa prise de décisions et pour des montants décorrélés de la rotation des portefeuilles. Ainsi, la directive déléguée prévoit que les dépenses de recherche supportées par les portefeuilles gérés ne seront légitimes que si elles sont déterminées strictement par référence à un budget qui doit être :

- « fondé sur une évaluation raisonnable de la nécessité de recherche tierce » et sur la capacité des travaux de recherche à contribuer à de meilleures décisions d'investissement ;
- assorti d'un processus régulier d'évaluation de la qualité de la recherche achetée ;
- affecté de manière équitable aux différents types de portefeuilles ;
- convenu contractuellement avec les clients.

Il est entendu que le gérant gardera toujours la possibilité de financer la recherche sur ses fonds propres.

Cet exercice complexe, mais rendu obligatoire par la directive, est nouveau pour les gérants de portefeuille. L'objectif de ce document est donc de les accompagner dans ce nouveau processus décrit par la directive déléguée. Les services de l'AMF n'entendent pas aller au-delà des exigences de la directive, mais proposent de donner aux acteurs les grandes orientations de ce texte afin d'en faciliter la mise en œuvre par une responsabilisation des acteurs concernés. La flexibilité, notamment dans la fixation préalable d'un budget, est aussi importante. Même s'il est attendu du gérant que, dans l'élaboration de son budget, il produise des estimations raisonnables de la recherche qui lui sera utile, ce processus budgétaire ne doit pas le priver de la possibilité de réaffecter, en cours de période, certaines dépenses initialement budgétées lorsque les besoins de recherche évoluent. De tels changements, lorsqu'ils sont dûment justifiés, apparaissent légitimes.

- *Qui est concerné par cette réforme?*

Ces nouvelles dispositions ne s'appliquent qu'à la fourniture de travaux de recherche aux entreprises d'investissement visées par MiFID II et ne s'appliquent donc pas à la fourniture de travaux de recherche aux sociétés de gestion dans le cadre de leurs activités de gestion collective.

Compte tenu de l'application de certaines règles de MiFID II aux sociétés de gestion offrant des services d'investissement, ces dispositions s'appliquent cependant 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 investissement<sup>6</sup>.

Par commodité, la référence « EI » s'entend donc, dans le présent document, comme une référence aux entreprises d'investissement, aux établissements de crédit et aux sociétés de gestion offrant un service d'investissement tel que défini par l'annexe 1 section A de MiFID II.

### Les grands axes de la consultation

A ce stade, cette consultation est limitée au financement de la recherche relative au marché des actions. L'application du dispositif de financement, prévu par la directive, à la recherche relative au marché obligataire fera l'objet d'analyses supplémentaires.

Cette consultation s'articule autour de trois parties traitant de:

---

<sup>6</sup> 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.

- La définition des prestations ou services qui peuvent être financés par les portefeuilles gérés, et donc inclus dans le budget de recherche. L'objectif est de proposer des principes définissant la recherche afin de permettre à chaque gérant d'examiner si le document ou le service qui lui est rendu peut être mis à la charge du portefeuille géré. Par ailleurs, sont plus précisément examinées certaines situations auxquelles l'EI pourrait être confrontée. Néanmoins, il est important de rappeler que l'appréciation relève de la responsabilité pleine et entière du gérant ;
- La mise en place d'un budget recherche : ce chapitre présente un mécanisme nouveau pour les EI. Sont ici précisés les critères généraux qui permettent de définir un budget et de surveiller son évolution ainsi que les obligations d'information due aux clients ;
- L'articulation entre le régime actuel des accords de commission de courtage à facturation partagée (CCP) et les nouveaux textes. Il s'agit de déterminer les conditions dans lesquelles ceux-ci peuvent continuer à s'appliquer.

### A qui s'adresse cette consultation ?

Cette consultation est, notamment, destinée aux :

- investisseurs particuliers et leurs représentants ;
- entreprises d'investissement et en particulier les sociétés de gestion de portefeuille ;
- associations professionnelles ;
- investisseurs institutionnels ;
- les prestataires non entreprises d'investissement fournissant un service de gestion de portefeuille ou d'analyse financière ;
- associations de consommateurs ; et
- cabinets de conseil et d'avocats, en particulier ceux intervenant auprès de l'industrie financière.

### Textes visés

- Directive 2014/65/UE du Parlement 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 (« MiFID II »)
- Directive déléguée de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE (« directive déléguée »)

### Modalités et délai de réponse

Cette consultation prendra fin le **28 octobre 2016**. Les participants sont invités à envoyer leurs réponses et commentaires à l'adresse suivante : [directiondelacomunication@amf-france.org](mailto:directiondelacomunication@amf-france.org)

Les réponses, commentaires et propositions formulés dans le cadre de cette consultation permettront à l'AMF de transposer les dispositions contenues dans la directive déléguée de manière pratique.

**Les services de l'AMF sollicitent l'avis de toute personne concernée sur son analyse du nouveau dispositif, ainsi que sur son applicabilité au marché obligataire.**

## Sommaire

<b>1.</b>	<b>Proposition de définition des prestations couvertes par la qualification de « recherche »</b>	<b>6</b>
1.1.	Critères de définition de la recherche	6
1.2.	Critères de définition des prestations pouvant être affectées au budget de recherche	7
1.3.	Les éléments <i>de facto</i> exclus du budget de recherche	7
1.4.	Les avantages non pécuniaires mineurs	8
1.5.	Application de la définition à certains documents ou services spécifiques	9
A.	L'information générale	9
B.	Les notes d'analyse macroéconomique	9
C.	Les prestations commerciales	9
D.	Le <i>corporate access</i>	10
<b>2.</b>	<b>Fonctionnement du budget de recherche</b>	<b>11</b>
2.1.	Modalités de définition et de contrôle du budget de recherche global	11
A.	L'établissement du budget de recherche	12
B.	Le <i>monitoring</i> du budget	13
C.	La révision du budget	14
2.2.	L'allocation du budget par portefeuille	14
2.3.	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	16
<b>3.</b>	<b>Fonctionnement des différents types de comptes de frais de recherche et des contrats à commissions de courtage partagées sous ce nouveau cadre réglementaire</b>	<b>17</b>
3.1.	Fonctionnement et alimentation du compte de frais de recherche (« Research Payment Account » – RPA)	17
3.2.	Responsabilité du ou des compte(s) de frais de recherche	17
3.3.	Les CCP restent autorisées sous certaines conditions	18
3.4.	Le nouveau mode de fonctionnement des CCP	18
	<b>Annexe : Schéma – Financement de la recherche via un compte de frais de recherche</b>	<b>19</b>

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

Il est de la responsabilité de l'EI de s'assurer que les prestations financées par le budget de recherche répondent effectivement à la qualification de « recherche » telle que décrite ci-après. L'EI doit donc pouvoir le justifier.

L'objectif de cette partie est d'aider le gérant de portefeuille à définir les prestations qui peuvent être imputées aux portefeuilles des clients à la lumière de la définition donnée par la directive<sup>7</sup>. Certains services (recherche macroéconomique, service de « *corporate access* », etc.) seront examinés à l'aune de cette définition afin de déterminer dans quelle mesure ils peuvent être financés par le client, via le budget de recherche, et le cas échéant sous quelles conditions.

Dans un souci de clarté, cette partie précise qu'un certain nombre de dépenses ne peuvent pas, par essence, relever de la définition de recherche car elles ne correspondent pas aux critères énoncés par la définition. L'AMF avait déjà publié une liste de ces services en 2007 et examinera s'il convient de la mettre à jour.

Enfin, il est souligné que les prestations qui ne peuvent pas recevoir la qualification de « recherche » telles que décrites ci-après ne peuvent être financées que par les ressources propres de l'EI, sauf à considérer qu'elles constituent des avantages non pécuniaires mineurs qui n'influencent en aucune manière son choix d'action vis-à-vis de ce prestataire de services<sup>8</sup>.

### 1.1. Critères de définition de la recherche

Le considérant 28 de la directive déléguée précise :

« Afin de garantir que les gestionnaires de portefeuilles et les prestataires de conseils en investissement indépendants contrôlent dûment les montants payés pour la recherche et veillent à ce que les coûts de recherche exposés servent au mieux les intérêts de leurs clients, il y a lieu d'énoncer des exigences de gouvernance détaillées en matière de dépenses de recherche. Les entreprises d'investissement devraient conserver un contrôle suffisant sur les dépenses globales consacrées à la recherche, le calcul des frais de recherche facturés aux clients et leur collecte. «Recherche» dans ce contexte devrait s'entendre comme désignant du matériel ou des services de recherche concernant un ou plusieurs instruments financiers ou autres actifs ou les émetteurs ou émetteurs potentiels d'instruments financiers, ou du matériel ou des services de recherche étroitement liés à un secteur ou un marché spécifique, permettant ainsi se former une opinion sur les instruments financiers, les actifs ou les émetteurs de ce secteur ou de ce marché. Ce type de matériel ou de services 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 instruments ou des actifs considérés ou, autrement, 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'entreprise d'investissement. »

<sup>7</sup> Dans le considérant 28.

<sup>8</sup> L'article 24 alinéa 8 de la directive de niveau 1 précise en effet « Lorsqu'elle fournit des services de gestion de portefeuille, l'entreprise d'investissement n'accepte pas, en les conservant des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers. Les avantages monétaires mineurs qui sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client et dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent pas être considérés comme empêchant le respect par l'entreprise d'investissement de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client, sont clairement signalés et sont exclus du présent paragraphe ».

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

Les deux conditions suivantes doivent être remplies pour qu'un document, un service ou toute autre prestation puisse être qualifié de recherche pour l'application de l'article 13 de la directive déléguée. Elles ressortent du considérant 28<sup>9</sup> de la directive :

(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** 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.

La directive déléguée précise que la définition de « recherche » s'applique dans le contexte particulier des dispositions de l'article 13. Par conséquent, cette définition, qui permet ici de définir les services pouvant être financés par le client, ne devrait pas nécessairement servir de référence pour définir ce qu'est de la recherche dans d'autres textes européens, comme par exemple le Règlement relatif aux Abus de Marché (MAR)<sup>10</sup>.

## 1.3. Les éléments *de facto* exclus du budget de recherche

Conformément aux dispositions actuelles<sup>11</sup>, 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 avait 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 instruction<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> En effet, le considérant 28 précise « [...] **«Recherche» dans ce contexte** devrait s'entendre comme désignant [...] ».

<sup>10</sup> Dont le texte complet est disponible à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/finance/securities/abuse/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/abuse/index_fr.htm)

<sup>11</sup> Article 314-83 du RGAMF.

<sup>12</sup> A titre d'exemple, si l'inscription à des séminaires ne pouvait être considérée comme un service d'aide à la décision d'investissement et d'exécution en 2007, il semble que cette pratique puisse entrer dans l'une des catégories des avantages non pécuniaires mineurs.

#### **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.

#### **1.4. Les avantages non pécuniaires mineurs**

MiFID II exclut du régime des *inducements* 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 pécuniaires pouvant être considérés comme mineurs. Le client doit être informé, même de manière générique, de l'existence de ces avantages.

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.

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<sup>13</sup> 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. »

## 1.5. Application de la définition à certains documents ou services spécifiques

La directive déléguée propose une définition de la notion de « recherche ». Pour autant, certaines situations peuvent prêter à discussion. Il est donc proposé d'apporter un éclairage particulier sur des cas précis afin d'aider l'EI dans son analyse dont il est responsable et qu'il doit pouvoir justifier.

### A. L'information générale

L'objet de ce paragraphe est de déterminer si une information générale, par exemple une information à caractère journalistique, peut être considérée comme pouvant être financée par le budget de recherche.

La directive apporte un élément de réponse en considérant dans son article 12 alinéa 3 (a) 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 ».

Dans la mesure où l'avantage considéré constitue un avantage non pécuniaire mineur, celui-ci ne sera pas facturé à l'EI par le prestataire de services et donc ne pourra être mis par cette dernière à la charge de ses propres clients.

### B. Les notes d'analyse macroéconomique

Les notes d'analyse macroéconomique portent généralement sur les grands agrégats, les équilibres économiques mondiaux ou encore sur une ou des zone(s) géographique(s) par exemple et non sur un émetteur ou sur une valeur en particulier.

Ce type de recherche doit répondre aux critères de définition de la recherche exposés au paragraphe 1.1 afin d'être éligible au dispositif proposé, du fait notamment de son caractère original et sa fonction d'aide à la décision d'investissement.

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.

### C. Les prestations commerciales

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 eux aussi à

<sup>13</sup> L'article 12.3.e laisse néanmoins une certaine latitude aux États membres sur le sujet (cf. encadré).

une logique d'aide à la décision. Par conséquent, il est légitime qu'ils se voient appliquer la même approche. 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 ». A titre d'exemple, le fait pour un vendeur d'appeler un gérant pour relayer une note d'analyse rédigée par un bureau d'analyse interne ou externe en la mettant en perspective avec les évolutions de marché pourrait remplir les critères permettant d'être considéré comme participant à la fourniture d'une prestation plus globale de recherche.

#### D. Le *corporate access*

On peut 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.

Le *corporate access* est une pratique assez répandue et qui permet généralement à un gérant d'avoir accès plus facilement aux responsables d'une entreprise dans laquelle il a investi ou envisage d'investir. Jusqu'à présent, cette prestation faisait partie des prestations globales fournies par l'intermédiaire et était rémunérée par la partie des frais de transaction dédiée aux services d'aide à la décision d'investissement. La nouvelle définition de la recherche conduit le prestataire et le gérant à définir de façon plus précise ce concept et à l'examiner systématiquement à l'aune des deux critères de la définition de la recherche.

- **Simple mise en relation sans prestation de type intellectuel**

Sur la base de ces critères, il paraît difficile de considérer que la pratique se limitant à la seule fourniture d'un service de « conciergerie », c'est-à-dire une simple mise en relation par le prestataire sans la fourniture d'une prestation de type intellectuel, puisse répondre aux critères de la recherche telle que définie par la directive déléguée.

Dans ce cas, ce simple service de mise en relation ne serait pas interdit naturellement, mais il ne pourrait pas faire l'objet d'une prise en charge par le client de l'EI via le budget de recherche. En revanche, cette mise en relation pourra être :

- non facturée si elle répond aux caractéristiques d'un avantage non pécuniaire mineur ; ce sera généralement le cas si cette mise en relation n'a pas nécessité de moyens importants conduisant le gérant à être redevable vis-à-vis du prestataire au risque de ne pas agir au mieux de l'intérêt de ses clients ;
- dans le cas contraire, facturée et alors directement payée par l'EI sur ses ressources propres.

- **Mise en relation accompagnée d'une prestation de type intellectuel**

En revanche, si la prestation de *corporate access* s'accompagne d'une prestation à plus forte valeur ajoutée 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, alors la prestation de *corporate access* ainsi enrichie pourrait être qualifiée de recherche au sens de l'article 13 de la directive déléguée et en conséquence faire l'objet d'une prise en charge par le client de l'EI via le budget de recherche.

De la même façon, lorsque l'analyste suit régulièrement la valeur ayant fait l'objet de la réunion entre l'investisseur et l'émetteur, et adresse périodiquement à l'investisseur des notes de recherche sur les titres de l'émetteur concerné, la prestation de *corporate access* fournie, considérée comme complémentaire aux notes de recherche remises périodiquement à l'investisseur, pourrait également faire l'objet d'une prise en charge par le client de l'EI via le budget de recherche.

## 2. Fonctionnement du budget de recherche

La directive déléguée prévoit que l'EI peut rémunérer les travaux de recherche dont elle bénéficie soit directement sur ses fonds propres, soit en les faisant supporter par les portefeuilles gérés à hauteur d'un budget de recherche prédéterminé. Elle prévoit également un certain nombre de critères afin d'encadrer la fixation et les modalités de fonctionnement de ce budget.

Cette seconde partie s'articule donc autour de la façon dont un gérant va (i) déterminer son budget global et le budget de chacun de ses clients, (ii) suivre l'évolution de ce budget et des dépenses correspondantes, (iii) le cas échéant réviser ce budget, et enfin (iv) informer ses clients sur les dépenses qu'ils vont devoir supporter au titre de ce budget.

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

En la matière l'article 13 prévoit que :

« b) du 1 : ii) lorsqu'elle établit un compte de frais de recherche et qu'elle convient du montant des frais de recherche financés par ses clients, l'entreprise d'investissement **établit et évalue régulièrement le montant du budget de recherche en tant que mesure administrative interne** ; [...]

iv) l'entreprise d'investissement **évalue régulièrement la qualité des travaux de recherche achetés en se fondant sur des critères de qualité solides et sur la capacité de ces travaux à contribuer à de meilleures décisions d'investissement** » ;

2. Lorsqu'une entreprise d'investissement exploite un compte de frais de recherche, les États membres veillent à ce qu'elle soit également tenue, à la demande de ses clients ou des autorités compétentes, de fournir une **synthèse indiquant les prestataires rémunérés par 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 cette période**, en signalant toute remise et tout report s'il reste des fonds sur ce compte. Aux fins du paragraphe 1, point b) i), les frais de recherche spécifiques :

(a) **ne sont fondés que sur un budget de recherche fixé par l'entreprise d'investissement aux fins d'établir la nécessité de recherche tierce** relative à des services d'investissement fournis à ses clients ;  
et

(b) sont **sans lien avec le volume et/ou la valeur des transactions exécutées pour le compte des clients**. [...]

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

5. 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 le compte de frais de recherche présente un excédent en fin de période, l'entreprise d'investissement 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.

6. Aux fins de l'application du paragraphe 1, point b) ii), le budget de recherche est exclusivement géré par l'entreprise d'investissement et il **est fondé sur une évaluation raisonnable de la nécessité de recherche tierce**. L'allocation du budget de recherche à l'achat de recherche tierce est soumise à des mécanismes de contrôle appropriés et à la supervision de la direction générale afin de garantir que ce

budget est géré et utilisé au mieux des intérêts des clients de l'entreprise. Ces mécanismes de contrôle incluent une piste d'audit des paiements effectués aux prestataires de recherche et montrent **comment les montants versés ont été calculés par référence aux critères de qualité** visés au paragraphe 1, point b) iv). Les entreprises d'investissement n'utilisent pas le budget de recherche et le compte de frais de recherche pour financer des recherches internes. »

### A. L'établissement du budget de recherche

A la lumière de l'article reproduit ci-dessus, les principes qui président à l'établissement du budget de recherche peuvent être déclinés de la manière suivante :

- **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. Pour de nombreux acteurs, cette procédure budgétaire constitue un véritable changement de modèle.

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 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 (cf. partie 3).

- **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**

S'agissant de la périodicité d'établissement du budget, l'article 13 ne semble pas prescriptif. 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 documentées<sup>14</sup>, il pourrait être admis la possibilité de fixer le budget sur une base pluriannuelle.

## **B. Le monitoring du budget**

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 »<sup>15</sup>. 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 (cf. point 2.2) préalablement fixée et mise à disposition des clients<sup>16</sup>.

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.

---

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> Article 13 1) (b) iv).

<sup>16</sup> Conformément à l'alinéa 8 de l'article 13.

## C. La révision du budget

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.

### 2.2. L'allocation du budget par portefeuille

L'alinéa 8 de l'article 13 de la directive déléguée prévoit que :

« Les entreprises d'investissement conignent tous les éléments nécessaires dans une **politique écrite, qu'ils mettent à disposition de leurs clients**<sup>17</sup>. Cette politique traite également de la mesure dans laquelle la recherche achetée par l'intermédiaire du compte de frais de recherche peut **bénéficier aux portefeuilles** des clients, y compris en tenant compte, lorsqu'il y a lieu, des **stratégies d'investissement** applicables aux différents types de portefeuilles et de l'approche poursuivie par l'entreprise pour **imputer équitablement** ces coûts sur les portefeuilles des différents clients. »

Il ressort ainsi de ce texte que 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.

A cet égard, un certain nombre de principes peuvent être clarifiés qui, même s'ils ne sont pas mentionnés par la directive déléguée, paraissent de bon sens et 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 ;

<sup>17</sup> La traduction en français de la directive semble approximative, la version anglaise précisant « *provide* » (i.e. fournir).

- 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.

Enfin, il serait considéré qu'une EI qui ferait supporter à la gestion collective le coût de la recherche bénéficiant exclusivement aux portefeuilles sous mandat serait réputée ne pas agir au mieux des intérêts des porteurs de parts des fonds qu'elle gère.

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

Le c) de l'alinéa 1 de l'article 13 prévoit :

« Lorsqu'une entreprise d'investissement recourt au compte de frais de recherche, elle fournit les informations suivantes à ses clients:

- i) avant de fournir un service d'investissement à ses clients, l'information sur le budget prévu pour la recherche et le montant des frais de recherche estimés pour chacun d'eux ;
- ii) des informations annuelles sur les coûts totaux que chacun d'eux a encouru pour la recherche tierce. »

L'alinéa 5 de ce même article précise :

« 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. »

L'objectif de cette partie est de définir les informations à donner en début de relation et de période, ainsi que celles données en fin de période (c'est-à-dire au moment de faire le bilan de la qualité des services de recherche reçus et des montants payés par l'EI pour les portefeuilles qu'elle gère).

#### A. Ex ante

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.

#### • Contractualisation et information du client

L'accord du client a vocation à s'appliquer pendant une durée potentiellement longue (de plusieurs années)<sup>18</sup>. 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.

<sup>18</sup> 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.



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

Conformément à l'article 13<sup>19</sup>, en cas d'augmentation du budget de recherche en cours de période et 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.

### **B. Ex post**

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 recherche<sup>20</sup>. Néanmoins, l'EI reste libre de donner une information plus granulaire à son client si elle le souhaite.

### **C. Information supplémentaire à la demande du client**

Sur demande de ses clients, lorsqu'une entreprise d'investissement exploite un compte de frais de recherche, elle est tenue de fournir une synthèse indiquant<sup>21</sup> :

- 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.

### **Obligation de mise à disposition des clients d'une politique écrite relative au financement de la recherche**

Cette politique précisera *a minima* :

- ✓ les critères qualitatifs d'évaluation de la prestation recherche ;
- ✓ en cas de fixation du budget de recherche de manière « top down », les clés d'allocation du budget de recherche en fonction de la stratégie des portefeuilles ;
- ✓ en fin de période, les principales caractéristiques du processus de revue de la qualité de la recherche reçue.

<sup>19</sup> 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. »

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> Conformément à l'article 13 alinéa 2.



### 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 de frais de recherche (« Research Payment Account » – RPA)

Différents types de compte de frais de recherche pourraient être envisagés :

- **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.

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

L'article 13, alinéa 1 prévoit :

« [...] »

iii) l'entreprise d'investissement est responsable du compte de frais de recherche; »

Par ailleurs, l'alinéa 7 du même article précise :

« Aux fins du paragraphe 1, point b) iii), l'entreprise d'investissement peut déléguer la gestion du compte de frais de recherche à un tiers, pour autant qu'un tel dispositif facilite l'achat de recherche tierce et les paiements aux prestataires de recherche pour le compte de l'entreprise d'investissement dans les meilleurs délais conformément aux instructions de l'entreprise d'investissement. »

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 notamment<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> 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

### 3.3. Les CCP restent autorisées sous certaines conditions

L'alinéa 3 de l'article 13 prévoit :

« Les dispositifs opérationnels visant à collecter les frais de recherche auprès du client, si cette collecte n'est pas distincte mais liée à une commission pour transaction, indiquent séparément les frais de recherche et respectent pleinement les conditions énoncées au paragraphe 1, points b) et c). »

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 budget<sup>23</sup>.

### 3.4. Le nouveau mode de fonctionnement des CCP

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 ;
- 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 atteint<sup>24</sup>.

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.

---

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.

<sup>23</sup> Le montant total des frais de recherche perçus ne peut dépasser le budget de recherche.

<sup>24</sup> 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 : Schéma – Financement de la recherche via un compte de frais de recherche

