

PRO

GUIDE  
FINANCEMENT  
DE LA RECHERCHE  
PAR LES PRESTATAIRES DE  
SERVICES D'INVESTISSEMENT  
DANS LE CADRE DE MIFID II



Juillet 2017

## AVANT-PROPOS

### □ Contexte réglementaire et objectif général de la réforme

Le financement de la recherche est désormais encadré par la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II)<sup>1</sup> et la directive déléguée du 7 avril 2016<sup>2</sup> (« directive déléguée ») dans un objectif de protection des investisseurs et de limitation des risques de conflits d'intérêts qui restreint, voire interdit, aux prestataires de services d'investissement (« PSI »)<sup>3</sup> la perception ou le versement d'incitations ou d'avantages (en anglais, « *inducements* »).

En effet, MiFID II considère que la fourniture de recherche constitue pour celui qui la reçoit une forme d'incitation, c'est-à-dire, un avantage, au sens large, porteur de potentiels conflits d'intérêts. Toute perception d'incitation est désormais interdite dans le cadre de la fourniture de services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (ou gestion sous mandat) ou de conseil en investissement fourni sur une base indépendante. De plus, l'article 13 de la directive déléguée détaille la manière selon laquelle les règles relatives aux incitations doivent s'appliquer au cas particulier de la fourniture de travaux de recherche par des tiers à des PSI.

Plus particulièrement, 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 du PSI ; ou
- paiement mis à la charge des clients du PSI issu d'un compte de recherche séparé et contrôlé par le PSI, sous certaines conditions opérationnelles de fonctionnement et de transparence.

Ce dispositif constitue une innovation majeure puisque la fourniture de travaux de recherche n'avait jamais été traitée comme une forme d'avantage ou d'incitation. Or l'accès à une recherche de qualité et diversifiée constitue un outil de base indispensable d'un gérant de portefeuille afin de l'aider dans ses choix d'investissement. Les dispositions prévues par la directive MiFID II modifient profondément le financement de la recherche et remettent en cause un grand nombre de modèles existants, essentiellement pour deux raisons : son champ d'application large couvre l'ensemble des instruments financiers et elle introduit un nouveau mécanisme de perception des frais liés aux prestations de recherche.

### Consultation AMF

Dans ce contexte, l'AMF a lancé une consultation à destination des professionnels à l'automne 2016. L'objectif principal de cette consultation était de proposer aux PSI – en particulier ceux qui offrent le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers – une grille de lecture de cette nouvelle réglementation pour leur permettre d'en tirer les conséquences dans leurs activités quotidiennes.

Il faut rappeler que cette consultation, limitée au financement de la recherche relative au marché actions, contenait également un appel à commentaires concernant son application au marché obligataire.

---

<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.

<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 monétaire ou non monétaire.

<sup>3</sup> Les textes cités visent directement les entreprises d'investissement, mais ces dispositions s'appliquent également aux établissements de crédit d'après l'article 1.3. b) de MiFID II lorsqu'ils fournissent un ou plusieurs services d'investissement et/ou exercent des activités d'investissement et aux sociétés de gestion pour la fourniture de services d'investissement d'après les articles 6.6 de la directive FIA (fonds d'investissement alternatif) et 6.4 de la directive OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) IV.

## Retour de consultation

Un retour de consultation, à laquelle les associations professionnelles françaises et européennes ont largement contribué<sup>4</sup>, a ensuite été publié le 10 février dernier. Ce document propose une synthèse des observations et des propositions formulées par les répondants, tout en essayant d'apporter autant que possible des clarifications aux nombreuses interrogations pratiques soulevées par ces derniers.

## Publications de questions-réponses par l'AEMF

Parallèlement à cette consultation, l'AMF a pris activement part aux discussions de niveau 3 engagées au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (« AEMF ») dans l'objectif d'aboutir à une application harmonisée des nouvelles règles sur le financement de la recherche à l'échelle européenne.

Depuis le mois d'octobre 2016, l'AEMF a publié un certain nombre de questions-réponses<sup>5</sup>, au sujet des incitations en lien avec la recherche, dont la dernière mise à jour date du 6 juin 2017. On compte à ce jour onze questions-réponses.

## □ Calendrier de transposition réglementaire

L'article 13 de la directive déléguée est intégré au droit positif français au sein du **Règlement général de l'AMF** (« **RGAMF** »). Ces nouvelles règles s'appliqueront à compter du **3 janvier 2018**, date d'entrée en application des dispositions transposant la directive déléguée.

Le projet de rédaction des modifications à apporter au RGAMF a fait l'objet d'une **consultation publique qui s'est achevée le 10 juin 2017**<sup>6</sup>.

## □ Objectifs du guide

La publication de ce guide fait suite au retour de consultation de l'AMF portant sur les nouvelles modalités de financement de la recherche publié le 10 février dernier et à la consultation publique sur les modifications à apporter au règlement général à la suite de la transposition des dispositions de la directive déléguée, ainsi qu'à la finalisation des travaux de niveau 3 au sein de l'AEMF sous la forme de questions-réponses.

Ce guide poursuit deux objectifs :

- accompagner les acteurs dans la mise en œuvre opérationnelle de cette réforme qui conduit à repenser en profondeur les pratiques actuelles des modes de financement de la recherche action et autres instruments financiers ;
- proposer des réponses pratiques aux principales questions identifiées comme majeures, organisées autour de sept grands thèmes relatifs essentiellement à la définition des prestations ou services qui relèvent du nouveau dispositif de financement de la recherche, ainsi qu'à la mise en place et au fonctionnement du budget de recherche.

Par ailleurs, ce guide a été rédigé de façon à ce que chaque fiche traitant d'un thème spécifique puisse être consultée de manière indépendante.

<sup>4</sup> Quarante-quatre réponses ont été adressées à l'AMF venant de tout type d'acteurs dont plus d'un quart d'acteurs étrangers : *buy-side* au sens large (18) et *sell-side* (8) majoritairement, mais également analystes indépendants ou fournisseurs de données.

<sup>5</sup> *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics, 7. Inducements (research)*.

<sup>6</sup> Consultation publique de l'AMF sur les modifications à apporter au Règlement général à la suite de la transposition des dispositions de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE.

## □ À qui s'adresse le guide ?

Ce guide est notamment destiné aux :

- investisseurs particuliers et à leurs représentants ;
- prestataires de services d'investissement ;
- associations professionnelles ;
- investisseurs institutionnels ;
- prestataires fournissant un service d'analyse financière, dont les analystes indépendants (non prestataires de services d'investissement ;
- associations de consommateurs ; et
- cabinets de conseil et d'avocats, en particulier ceux intervenant auprès de l'industrie financière.

## □ Textes visés par le guide

- **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 (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016** complétant la directive 2014/65/UE (« **directive déléguée** ») ;
- **Questions-Réponses de l'AEMF** sur les questions relatives à la protection des investisseurs dans le cadre de la directive MiFID II et du règlement MiFIR<sup>7</sup> ;
- **Code monétaire et financier (« COMOFI »)** dans sa rédaction faisant suite à l'entrée en vigueur de l'Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers<sup>8</sup> ;
- **Règlement général de l'AMF (« RGAMF »)** dans sa rédaction faisant suite à la transposition des dispositions de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive MiFID II.

## AVERTISSEMENT

Ce guide n'a pas vocation à répertorier l'ensemble des questions opérationnelles que seule la pratique révélera. Par ailleurs, des éléments contenus dans le présent document sont susceptibles d'évolutions, en particulier à la suite de nouvelles clarifications apportées par l'AEMF dans le cadre des travaux de niveau 3.

Ce guide pourra donc faire l'objet d'une actualisation et être complété.

---

<sup>7</sup> « *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics* » dont la dernière mise à jour remonte au 6 juin 2017.

<sup>8</sup> Cette ordonnance entre en vigueur le 3 janvier 2018, à l'exception du II de l'article L. 549-15 du code monétaire et financier qui entre en vigueur le 3 septembre 2019.

## SOMMAIRE

**Fiche n°1 : Champ d'application du financement de la recherche**

**Fiche n°2 : Définition de la « recherche »**

**Fiche n°3 : Avantages non monétaires mineurs (« ANMM »)**

**Fiche n°4 : La recherche macroéconomique**

**Fiche n°5 : Le *corporate access***

**Fiche n°6 : Fonctionnement du budget de recherche**

**Fiche n°7 : Compte de frais de recherche**

## FICHE N° 1 : CHAMP D'APPLICATION DU FINANCEMENT DE LA RECHERCHE

### PRINCIPAUX TEXTES DE RÉFÉRENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive 2014/65/UE :</b> - article 24.7, 8, 9 - annexe 1 section A
<b>Niveau 2</b>	<b>Directive déléguée (UE) 2017/593 :</b> article 13.1
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°4:</b> <i>Research from third-country providers</i> <b>Question-réponse AEMF n°5:</b> <i>Research from another group entity</i>
<b>Transposition en droit interne</b>	<b>COMOFI :</b> articles L. 533-12-2, L. 533-12-3 et L. 533-12-4

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Conformément au champ d'application de MiFID II, ces nouvelles dispositions s'appliquent aux prestataires de service d'investissement (« PSI ») qui reçoivent ou utilisent de la recherche dans le cadre de leurs services d'investissement, c'est-à-dire :

- Aux entreprises d'investissement ;
- Aux établissements de crédit agréés pour fournir ces services d'investissement ;
- Aux sociétés de gestion de portefeuille, autres que celles relevant du statut d'entreprise d'investissement, dans le cadre de leur activité de gestion individuelle ou de conseil en investissement.<sup>9</sup>

Le nouveau dispositif sur le financement de la recherche s'applique à **tout type de recherche, sur les actions ou sur les autres instruments financiers tels que les obligations et les instruments dérivés**, utilisé dans le cadre des services d'investissement tels que définis par MiFID II.

Il convient de rappeler que la **directive déléguée ne prévoit pas de proportionnalité** dans l'application des dispositions relatives au financement de l'analyse financière.

#### Références terminologiques utilisées dans le guide :

Par commodité et **exclusivement** pour les besoins de ce guide, les termes utilisés doivent être entendues par référence aux définitions suivantes :

- « L'établissement **fournisseur de recherche** » fait référence à tout prestataire fournissant un service d'analyse financière incluant :
  - les prestataires de recherche indépendants ;
  - les prestataires qui fournissent des services de recherche et d'exécution.
- « L'établissement **consommateur de recherche** » renvoie aux PSI :

<sup>9</sup> Il convient de noter que l'article 12 de la directive déléguée décrit le dispositif général des incitations relatives aux **conseils en investissement indépendants** et aux **services de gestion de portefeuille**. L'article 13 décrivant les conditions relatives à la fourniture de travaux de recherche par des tiers s'applique quant à lui aux entreprises d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille « ou d'autres services d'investissement ou auxiliaires » à des clients.

- aux établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement ;
  - aux entreprises d'investissement (« EI »), incluant notamment les sociétés de gestion de portefeuille qui relèvent désormais du statut d'EI lorsqu'elles fournissent uniquement un service de gestion de portefeuille (gestion sous mandat) et de conseil en investissement indépendant ;
  - aux sociétés de gestion de portefeuille (« SGP ») – autres que celles relevant du statut d'EI – agréées pour exercer une activité de gestion collective (OPCVM ou FIA) et individuelle (gestion sous mandat) lorsqu'elles offrent des services d'investissement de service de gestion de portefeuille et de conseil en investissement indépendant<sup>10</sup>.
- Le « client » : fait référence au client final du « Consommateur de recherche ».

## QUESTIONS – RÉPONSES

### 1.1 La réforme s'applique-t-elle à la recherche utilisée dans le cadre de la gestion collective ?

**Non.** Conformément au champ d'application de MiFID II, les nouvelles dispositions relatives aux incitations (« inducements ») en lien avec la recherche s'appliquent uniquement aux PSI dans le cadre de leur activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers ou de conseil en investissement indépendant.

Néanmoins, les sociétés de gestion qui gèrent des OPCVM ou FIA sont libres d'étendre ce dispositif à la consommation de travaux de recherche dans le cadre de leurs activités de gestion collective à condition que les porteurs des placements collectifs en soient clairement et préalablement informés. Les modalités pratiques devront respecter les dispositions spécifiques de la réglementation des OPCVM et FIA relatives à l'information du client.

En tout état de cause, les frais de recherche facturés aux clients gérés sous mandat ne doivent pas financer la recherche utilisée pour l'activité de gestion collective, et inversement.

### 1.2 La recherche relative aux marchés non actions est-elle impactée par la réforme ?

**Oui.** Le nouveau dispositif relatif au financement de la recherche s'applique dès lors qu'une prestation de recherche correspond aux critères du considérant n°28 de la directive déléguée<sup>11</sup>. Dans ces conditions, elle devra être systématiquement évaluée et rémunérée distinctement.

L'établissement consommateur de recherche peut financer la recherche crédit directement par ses ressources propres ou via un budget de recherche alimenté par des frais de recherche spécifiques facturés au client dont le montant serait fixé à l'avance au titre du service de recherche<sup>12</sup>.

### 1.3 Dans quelles conditions les établissements consommateurs de recherche peuvent-ils accepter de la recherche fournie par des fournisseurs de recherche de pays tiers qui ne sont pas soumis à MiFID II ?

<sup>10</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.

<sup>11</sup> V. *infra* Fiche n°1 « Définition de la recherche ».

<sup>12</sup> **Question-réponse AEMF n°9** : « *ESMA notes that firms still have the option to pay for research themselves, or using a research payment account that is funded by a direct charge to the client, which could be facilitated by a third party such as a depository or custodian, rather than alongside a transaction* ».

Les établissements soumis aux règles MiFID II relatives aux conflits d'intérêts et aux incitations (« *inducements* ») doivent appliquer les nouvelles modalités de financement de la recherche indépendamment de la situation géographique du fournisseur de recherche<sup>13</sup>.

Par exemple, une société de gestion française fournissant un service d'investissement au sens de MiFID II devra nécessairement demander à un fournisseur de recherche de pays tiers, fournissant à la fois des services de recherche et d'exécution, de décorréliser les deux prestations et de présenter une facturation séparée.

#### **1.4 La recherche fournie intra-groupe peut-elle être traitée différemment par l'établissement consommateur de recherche qui la reçoit ?**

**Non.** Les règles MiFID II relatives aux incitations (« *inducements* ») en lien ou non avec la recherche s'appliquent indépendamment de la relation qui lie le fournisseur de recherche et l'établissement qui la reçoit.

Ces règles s'appliquent de la même façon dans un contexte extra-européen. Par exemple, une prestation de recherche fournie par une filiale de pays tiers à une entité du même groupe, établie dans l'UE et soumise aux dispositions MiFID II, devra faire l'objet d'une facturation indépendante si elle est associée à d'autres types de services.

---

<sup>13</sup> **Questions-réponse AEMF n°4** : « *Firms should therefore treat research from a third country provider in the same way as any other third party benefits* ».



## FICHE N°2 : DEFINITION DE LA « RECHERCHE »

### PRINCIPAUX TEXTES DE RÉFÉRENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive MiFID II</b> : article 24.7, 8, 9
<b>Niveau 2</b>	<b>Directive déléguée</b> (UE) 2017/593, considérant n°28 posant les deux conditions qui doivent être remplies pour qu'un document, un service ou toute autre prestation puisse être qualifiée de recherche.
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°9</b> : <i>Research related to fixed-income, currencies or commodities</i> <b>Question-réponse AEMF n°10</b> : <i>Budgeting, allocation of the research budget, determination and assessment of payments made from it</i>
<b>Transposition en droit interne</b>	<b>RGAMF</b> : article 314-76-8

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche de vérifier que l'avantage qu'il reçoit correspond aux caractéristiques de la recherche définies dans le **considérant n°28 de la directive déléguée** :

- Il s'agit de **matériel**<sup>14</sup> 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 de **se former une opinion sur les instruments financiers, les actifs ou les émetteurs de ce secteur ou de ce marché** ;
- Ce matériel ou service **recommande ou suggère explicitement ou implicitement une stratégie d'investissement et formule un avis étayé** sur la valeur ou le prix actuel(le) ou futur(e) des instrument(s) ou actif(s) considéré(s), ou **contient une analyse et des éclairages originaux et formule des conclusions** sur la base d'informations existantes ou nouvelles pouvant servir à guider une stratégie d'investissement ou pouvant par leur pertinence apporter une valeur ajoutée aux décisions prises par l'établissement consommateur de recherche pour le compte de ses clients.

Il convient de rappeler que la définition proposée s'applique **uniquement dans le cadre du régime particulier relatif au financement de la recherche prévu par MiFID II**. Par conséquent, l'application de cette définition n'a pas vocation à être étendue à d'autres textes européens (comme par exemple, le Règlement relatif aux Abus de Marché).

### QUESTIONS – RÉPONSES

#### 2.1 Qui a la responsabilité d'évaluer et de décider que le document, le service ou toute autre prestation reçu(e) constitue de la « recherche » ?

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche de mener sa propre analyse de tout document ou service afin d'apprécier et de justifier que ces derniers constituent ou non une recherche au sens de la directive déléguée.

<sup>14</sup> La notion de « matériel » (*material* dans la version anglaise) recouvre toute forme de documentation écrite ou sur support durable.

## 2.2 Comment les établissements consommateurs de recherche doivent-ils appréhender les suggestions d'investissement (« *trade ideas* ») émises par certains intermédiaires de marché dans le cadre de leurs relations commerciales ?

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche d'évaluer si ce type d'information correspond ou non aux critères de définition de la recherche ou à celui d'un avantage non monétaire mineur.

Pour rappel, le considérant n°29 de la directive déléguée indique que le matériel ou les services **non substantiels** consistant en un commentaire de marché à **court terme** sur les dernières statistiques économiques ou les derniers résultats d'une entreprise, ou des informations sur des parutions ou des événements à venir, qui sont fournies par des tiers et ne contiennent que son avis à cet égard sous une forme synthétique **qui n'est pas étayée ni ne contient une analyse de fond**, peuvent être considérés comme des informations d'une importance et d'une nature telles qu'elles constituent un avantage non monétaire mineur acceptable.

## 2.3 Une note ou une publication qui ne serait pas directement fournie par un département de recherche peut-elle être qualifiée de « recherche » ?

**Oui.** La qualification de « recherche » ne dépend pas de la source émettrice de la note ou de la publication. Il appartient à l'établissement consommateur de recherche d'évaluer si ce type d'information correspond ou non aux critères de définition de la recherche, tels que rappelés précédemment.

## 2.4 Une note ou une publication dont le *disclaimer* ou l'en-tête exclurait explicitement la qualification de « recherche » est-elle nécessairement disqualifiée de « recherche » ?

**Non.** La qualification apposée en en-tête (par exemple, « ceci n'est pas de la recherche » ou encore « documentation commerciale ») sur une note ou sur une publication, ou la source de cette publication (« *dealing desk* » plutôt qu'un département de recherche)<sup>15</sup>, ne constituent pas un critère d'exclusion suffisant<sup>16</sup>. L'établissement consommateur de recherche n'est donc pas exonéré de ses obligations de vérification et d'appréciation de la note ou de la publication qu'il reçoit.

## 2.5 Les frais périodiques liés à un abonnement permettant l'accès à des documents de recherche peuvent-ils pris en charge par le client via le budget de recherche ?

**Oui.** Les frais périodiques liés à un abonnement permettant l'accès à des documents de recherche peuvent être pris en charge par le client via le budget de recherche dès lors que l'établissement consommateur de recherche est en mesure de le justifier au regard de la valeur ajoutée que ce service apporte à sa décision d'investissement et qui bénéficie au client final. Ces frais devront être alloués sur la base d'une politique préalablement établie et tenue à la disposition du client<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Question 2.4.

<sup>16</sup> Question-réponse AEMF n°6.

<sup>17</sup> Fiche n°6.

## FICHE N°3 : AVANTAGES NON MONÉTAIRES MINEURS (« ANMM »)

### TEXTES DE REFERENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive 2014/65/UE</b> : article 24.7, 8, 9
<b>Niveau 2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Définition positive : <b>Directive déléguée</b> : - article 12.3 : liste <u>exhaustive</u> des avantages non monétaires pouvant être considérés comme mineurs ; - considérant n°29 : référence aux « matériels ou services <u>non substantiels</u> ».</li> <li>Définition négative : <b>Directive déléguée</b> : - considérant n°29 : notion de matériel ou service à <u>valeur substantielle</u> (interprétation <i>a contrario</i>). - considérant n°30: exclusion de tout ANMM qui suppose <u>l'allocation de ressources importantes</u> par un tiers à l'EI.</li> </ul>
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°6</b> : <i>Minor non-monetary benefit vs. research</i> <b>Question-réponse AEMF n°9</b> : <i>Research related to fixed-income, currencies or commodities</i>
<b>Transposition en droit interne</b>	<b>RGAMF</b> : article 314-76-7

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

**MiFID II exclut du régime de l'article 13 de la directive déléguée tout avantage non monétaire mineur** qui peut donc être conservé par l'EI<sup>18</sup>, car présentant un risque faible de création de conflits d'intérêts.

Une **définition** des avantages non monétaires mineurs est précisée dans les dispositions spécifiques aux conseils en investissement et aux services de gestion de portefeuille à **l'article 24.7 et 8 de MiFID II**. Deux conditions doivent être réunies :

- Ces avantages sont susceptibles **d'améliorer la qualité du service fourni** à un client ;
- Leur **grandeur et leur nature** sont telles qu'ils ne peuvent être considérés comme empêchant le respect par l'EI de son **devoir d'agir au mieux des intérêts du client**.

En outre, **l'article 12.3 de la directive déléguée** dresse la **liste**<sup>19</sup> des avantages non monétaires pouvant être considérés comme mineurs.

<sup>18</sup> Sous réserve qu'ils répondent aux exigences de l'article 12.3, à savoir qu'ils soient raisonnables, proportionnés, d'une ampleur telle qu'il est peu probable qu'ils influencent négativement le comportement de l'EI et qu'ils soient divulgués au client avant la fourniture des services d'investissement.

<sup>19</sup> Le dernier alinéa de l'article 12.3 de la directive déléguée vise « *d'autres avantages non monétaires mineurs dont un État membre juge qu'ils peuvent améliorer la qualité du service fourni à un client et, eu égard au niveau global des avantages fournis par une entité ou un groupe d'entités, sont d'une ampleur et d'une nature telles qu'ils sont peu susceptibles d'empêcher l'entreprise d'investissement de se conformer à son obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client* ».

## QUESTIONS – RÉPONSES

### 3.1 Qui a la responsabilité d'évaluer et de décider que le document, le service ou toute autre prestation reçu(e) constitue un avantage non monétaire mineur ?

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche d'évaluer et de décider si le document, le service ou la prestation reçu(e) constitue un avantage non monétaire mineur.

### 3.2 Comment justifier que le document, le service ou toute autre prestation reçu(e) constitue un avantage non monétaire mineur acceptable ?

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche de mettre en place un dispositif<sup>20</sup> lui permettant d'évaluer et de catégoriser le document, le service ou toute autre prestation reçu(e).

À cette fin, l'établissement consommateur de recherche pourra se référer utilement à :

- La **liste de l'article 12.3 de la directive déléguée** qui précise que les avantages suivants ne sont considérés comme des avantages non monétaires mineurs acceptables que s'il s'agit :
  - « d'informations ou de documents relatifs à un instrument financier ou à un service d'investissement de nature générique ou personnalisés ;
  - de documents écrits provenant de tiers, commandés et payés par une entreprise pour promouvoir une nouvelle émission en cours ou à venir, ou de tiers contractuellement engagés et rémunérés par l'émetteur pour produire de manière continue de tels documents, à condition que cette relation soit clairement inscrite dans les documents et que ces derniers soient mis à la disposition simultanément de toutes les EI souhaitant les recevoir ou du grand public ;
  - 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 ;
  - de frais de réception d'un montant faible et raisonnable (liés aux repas et boissons au cours de réunions ou événements informatifs informels par exemple) ;
  - d'autres avantages non monétaires mineurs fixés par un État membre dès lors que celui-ci juge qu'ils peuvent améliorer la qualité du service fourni à un client et sont d'une ampleur et d'une nature telles qu'ils sont peu susceptibles d'empêcher l'EI d'agir dans le meilleur intérêt de ses clients. ». À titre d'exemple, il convient de se référer à la question 3.6 de la présente fiche.
- Au considérant n°29 de la directive déléguée qui donne certaines indications complémentaires concernant l'articulation de cette exemption avec certains types d'information ou de document tels que :
  - « du matériel ou des services **non substantiels** consistant en un commentaire de marché à court terme sur les dernières statistiques économiques ou les derniers résultats d'une entreprise, par exemple ;
  - ou des informations sur des parutions ou des événements à venir, qui sont fournies par un tiers et ne contiennent que son **avis** à cet égard sous une **forme synthétique** qui n'est **pas étayée ni ne contient une analyse de fond**, par exemple lorsque ces informations se bornent à répéter un avis fondé sur une recommandation ou du matériel ou des services de recherche substantiels existants ».

<sup>20</sup> L'AEMF indique dans sa question-réponse n°6 qu'il convient de mettre en place des « *Policies and systems* ».

Ces avantages doivent être par ailleurs **raisonnables** et **proportionnés** et d'une ampleur telle qu'il est peu probable qu'ils influencent le comportement de l'EI de façon préjudiciable pour ses clients<sup>21</sup>.

### 3.3 Le client final doit-il être informé de l'existence de ces avantages ?

**Oui.** En toute hypothèse, le client doit être informé, même de manière générique, de l'existence de ces avantages préalablement à la fourniture de tout service d'investissement<sup>22</sup>. Cette information peut être par exemple incluse dans la politique d'évaluation visée à l'article 13.8 de la directive déléguée et tenue à disposition des clients.

### 3.4 Un avantage non monétaire considéré comme mineur par l'établissement consommateur de recherche peut-il être pris en charge par le client via le budget de recherche ?

**Non.** Dans la mesure où l'avantage considéré constitue pour un établissement consommateur de recherche un avantage non monétaire mineur, celui-ci ne sera pas facturé à l'établissement consommateur de recherche par le prestataire de services de recherche et donc ne pourra pas être mis à la charge de ses propres clients.

### 3.5 Dans quelles circonstances un document, un service ou toute autre prestation de recherche reçu(e) ne peut pas être catégorisé(e) comme un avantage non monétaire mineur ?

S'il est considéré que cet avantage comporte une valeur ajoutée dite « *substantielle* »<sup>23</sup> pour l'établissement consommateur de recherche qui le reçoit ou a supposé l'« *allocation de ressources importantes* »<sup>24</sup> par le fournisseur de recherche, il ne peut être qualifié d'avantage non monétaire mineur.

Dans cette situation, l'établissement peut dans le cadre de ses activités de gestion de portefeuille et/ou de conseil en investissement indépendant :

- Soit conserver cette prestation dans les conditions de l'article 13 de la directive déléguée en la rémunérant (en prenant ce coût à sa charge ou en le faisant supporter par le client) ;
- Soit refuser cette prestation, réputée compromettre son obligation d'agir au mieux des intérêts de ses clients.

### 3.6 Le fait qu'une recherche soit rendue accessible à tout investisseur potentiel ou au grand public (notamment par sa publication sur un site Internet) constitue-t-il un critère suffisant de qualification d'avantage non monétaire mineur ?

**Oui.** Dans la mesure où cette recherche est librement accessible à tout investisseur potentiel ou au grand public, il est légitime de considérer qu'elle ne constitue plus un avantage particulier pour celui qui la reçoit et, par conséquent, n'est plus susceptible d'être génératrice de conflits d'intérêts. Cette recherche peut ainsi légitimement être qualifiée d'avantage non monétaire mineur dès lors que l'ensemble des critères suivants sont remplis :

<sup>21</sup> Conformément à l'article 12.3 de la directive déléguée.

<sup>22</sup> Conformément aux dispositions des articles 24.7 et 8 de MiFID II et 12.3 de la directive déléguée.

<sup>23</sup> Au sens du considérant n°29 de la directive déléguée.

<sup>24</sup> Au sens du considérant n°30 de la directive déléguée.

- Elle améliore la qualité du service fourni au client par l'établissement consommateur de recherche ;
- Elle constitue un avantage d'une ampleur et d'une nature telles qu'elle est peu susceptible d'empêcher l'établissement consommateur de recherche de se conformer à son obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client.

Pour autant, une somme d'avantages non monétaires mineurs alloués à une même entité, qui suppose l'allocation de ressources importantes, remet en cause le caractère de mineur.

### 3.7 Une documentation publiée à l'occasion d'une opération primaire et financée par l'émetteur peut-elle être refacturée au client final via le budget de recherche ?

**Non.** Les documents rédigés et mis à disposition à l'occasion d'une émission, et en particulier par les établissements en charge de l'opération mandatés et financés pour ce faire par les émetteurs peuvent être considérés, comme des avantages non monétaires mineurs et donc non générateurs de potentiels conflits d'intérêts. Par conséquent, ces avantages sont acceptables à la condition qu'ils soient mis à la disposition simultanément de tous les PSI souhaitant les recevoir ou du grand public<sup>25</sup>.

Dans l'hypothèse où cette condition d'accessibilité n'est pas remplie, cette documentation ne peut être *de facto* qualifiée d'avantage non monétaire mineur. Pour autant, le fait qu'elle soit initialement rémunérée par l'émetteur ne devrait pas permettre qu'elle soit refacturée au client final.

### 3.8 Une établissement consommateur de recherche peut-il recevoir de la recherche gratuitement dans le cadre d'une période d'essai ?

Conformément aux nouvelles dispositions sur le financement de la recherche de MiFID II, une EI fournissant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant ne peut accepter de recevoir un document, un service ou toute autre prestation de recherche sauf si les conditions du dispositif prévu à l'article 13 de la directive déléguée<sup>26</sup> sont respectées ou si ce document, ce service ou cette prestation constitue un avantage non monétaire mineur. Par conséquent, une EI fournissant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant ne peut, en principe, accepter de la recherche gratuitement, y compris dans le cadre d'une période d'essai<sup>27</sup>.

Néanmoins, il pourrait être raisonnablement considéré que des travaux de recherche offerts **gratuitement** dans le cadre d'une **période d'essai strictement encadrée et limitée dans le temps, non renouvelable**, puissent être considérés comme des avantages non monétaires mineurs pour une EI fournissant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant.

Cette période d'essai doit uniquement avoir pour objet de permettre à l'établissement consommateur de recherche d'apprécier et d'évaluer la pertinence et la qualité de l'offre de recherche et doit être en ce sens considérée comme protectrice des intérêts des clients finaux.

---

<sup>25</sup> Article 12.3.b) de la directive déléguée : « les 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 ».

<sup>26</sup> L'article 13 impose désormais que la recherche fasse l'objet d'un paiement direct par les ressources propres de l'EI ou d'un paiement mis à la charge de ses clients 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.

<sup>27</sup> Question-réponse AEMF n°3 : « In this context, firms should not accept research for 'free' ».

Une période d'essai pourrait être convenue entre un fournisseur de recherche et une EI offrant un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant [ci-après définis par « **les parties** »] dans la mesure où est respecté l'ensemble des conditions suivantes :

1. la période d'essai doit être offerte **préalablement à la décision de conclure un contrat ou un accord entre les parties** sur la fourniture de prestation(s) de recherche rémunérée(s) ;
2. le **contenu des prestations offertes** dans le cadre de la période d'essai doit être préalablement fixé par les parties ;
3. la période d'essai doit être strictement définie et limitée dans le temps par les parties, et ne peut excéder une **période de trois mois** ;
4. le consommateur de recherche ne donne aucune contrepartie, monétaire ou non monétaire, au fournisseur de recherche qui puisse être compris comme un paiement implicite (cela pourrait être le cas d'un flux d'ordre anormalement élevé par rapport à celui qui aurait normalement été alloué en l'absence d'une période d'essai) ;
5. la période d'essai doit être soumise à un **mécanisme de contrôle** de sorte que l'établissement consommateur de recherche veille à ce que les services de recherche reçus gratuitement dans le cadre de la période d'essai ne soient **pas facturés indûment à ses clients**.
6. la période d'essai ne peut **pas être reconduite** par les parties dans les douze mois suivant sa fin.

Une EI fournissant un service de gestion de portefeuille et de conseil en investissement indépendant n'est donc autorisée à recevoir gratuitement des travaux de recherche dans le cadre d'une période **d'essai uniquement dans les conditions prédéfinies** afin de garantir au mieux les intérêts des clients et de veiller à ce que les frais de recherche prélevés auprès des clients ne soient pas liés au volume et/ou à la valeur des transactions, notamment lorsque l'EI offrent à la fois des services de recherche et des services d'exécution.

Il convient de rappeler qu'en toute hypothèse, l'établissement consommateur de recherche reste soumis à<sup>28</sup> :

- une obligation de « **meilleure sélection** » lorsqu'elle transmet l'ordre à d'autres entités pour exécuter la transaction pour le compte de son client ;
- une obligation de « **meilleure exécution** » lorsqu'elle exécute elle-même l'ordre pour le compte de tiers.

En toute hypothèse, il appartient à l'établissement consommateur de recherche de mettre en place un dispositif lui permettant de filtrer et de contrôler certains papiers de recherche qui lui seraient adressés gratuitement. L'AEMF<sup>29</sup> indique certaines mesures raisonnables permettant de traiter la recherche non sollicitée, comme par exemple, le fait de mettre en place système de blocage ou de filtrage automatique et/ou de prendre directement contact avec le fournisseur de recherche afin de lui demander de cesser d'envoyer une telle recherche. En outre, l'AEMF ajoute qu'il appartient à l'EI de former et sensibiliser autant que possible son personnel sur les règles applicables en matière d'incitations, ainsi que de mettre en place des procédures internes permettant au personnel de déclarer directement la réception de recherche non sollicitée à la fonction conformité ou à la direction générale.

<sup>28</sup> Conformément aux articles L. 533-18, L. 533-18-1 et L. 533-18-2 du code monétaire et financier.

<sup>29</sup> Question-réponse AEMF n°3.

## FICHE N°4 : LA RECHERCHE MACROÉCONOMIQUE

### TEXTES DE RÉFÉRENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive MiFID II</b> : article 24.7, 8, 9
<b>Niveau 2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dispositions relatives à la « recherche » : <b>Directive déléguée</b>: considérant n°28.</li> <li>Dispositions relatives aux « ANMM » : <b>Directive déléguée</b> : - considérant n°29 : notion de matériel ou service à <u>valeur substantielle</u> (interprétation <i>a contrario</i>). - considérant n°30: exclusion de tout avantage non pécuniaire qui suppose l'allocation de ressources importantes par un tiers à l'EI.</li> </ul>
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°8</b> : <i>Macro-economic analysis</i> <b>Question-réponse AEMF n°9</b> : <i>Research related to fixed-income, currencies or commodities</i>

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Les **notes d'analyse macroéconomique** portent généralement sur les grands agrégats, les équilibres économiques mondiaux ou encore sur certaines zones géographiques et ne sont donc pas spécifiques à une valeur ou à un secteur d'activité particulier.

L'évaluation, par l'établissement consommateur de recherche, de la nature et du contenu de la note d'analyse reçue constitue une étape indispensable à sa qualification de recherche ou non et donc à son mode de financement.

### QUESTIONS – RÉPONSES

#### 4.1 Une note d'analyse macroéconomique peut-elle être considérée comme de la recherche ?

**Oui.** L'établissement consommateur de recherche devra analyser la documentation reçue à la lumière des critères de la recherche définis dans le considérant n°28 de la directive déléguée afin de déterminer si celle-ci relève d'une telle qualification.

En particulier, il peut être considéré que la plupart des analyses macroéconomiques suggère, implicitement ou explicitement, une stratégie d'investissement. C'est notamment le cas d'une note qui présente et analyse des données portant sur la croissance, l'inflation ou les taux d'intérêt liées spécifiquement à certains pays ou certaines régions<sup>30</sup>. Dès lors que ces notes remplissent par ailleurs les autres critères de la définition de la recherche (tels que décrits dans la fiche n°2) et notamment, formulent un avis étayé pouvant servir à guider une stratégie d'investissement, il peut être considéré que ces notes répondent à la définition de la recherche et dès lors peuvent être prises en charge par le client final via le budget de recherche. Dans cette situation, la recherche

<sup>30</sup> **Question-réponse AEMF n°8** : « ESMA considers, as a starting point, that most macro-economic analysis is likely to, explicitly or implicitly, suggest an investment strategy (e.g. by providing views on inflation expectations, economic growth, the interest rate curve or currencies for certain countries or regions) ».



peut également être rémunérée directement par l'établissement consommateur de recherche sur ses ressources propres.

#### 4.2 La recherche macroéconomique peut-elle être financée par voie d'abonnement ?

**Oui.** Un établissement consommateur de recherche et un établissement fournisseur de recherche peuvent faire le choix de fonctionner par voie d'abonnement compte tenu de l'adaptabilité et de l'utilité de la recherche macroéconomique à une grande variété de stratégies d'investissement et de gestion<sup>31</sup>.

En outre, cette modalité de paiement peut également être envisagée dans le cadre du financement de tout type de recherche.

#### 4.3 Dans quelles conditions une note d'analyse macroéconomique peut-elle être qualifiée d'avantage non monétaire mineur ?

Une note d'analyse macroéconomique peut être raisonnablement considérée comme un avantage non monétaire mineur<sup>32</sup> :

- par son caractère générique au vu de sa substance ; **ou**
- par son accessibilité à tout investisseur potentiel souhaitant la recevoir et/ou au public.

#### 4.4 L'établissement consommateur de recherche peut-il justifier qu'une note d'analyse macroéconomique constitue un avantage non monétaire mineur au seul motif qu'elle serait librement accessible à tout investisseur potentiel ou au grand public (notamment par sa publication sur le site internet du fournisseur de recherche) ?

**Oui.** Dans la mesure où cette recherche est rendue librement accessible à tout investisseur potentiel ou au grand public, il est légitime de considérer qu'elle ne constitue plus un avantage particulier pour l'établissement consommateur de recherche qui la reçoit et, par conséquent, n'est plus susceptible d'être génératrice de conflits d'intérêts.

Cette approche est explicitement confirmée par l'AEMF dans sa **question-réponse n°8** qui précise qu'une note d'analyse macroéconomique rendue librement accessible à tous les établissements qui souhaitent la recevoir et/ou au public peut être légitimement qualifiée d'avantage non monétaire mineur.

---

<sup>31</sup> **Question-réponse AEMF n°8:** « ESMA considers that, unlike more asset or sector-specific analysis, macroeconomic research is likely to be relevant to (and able to inform), a variety of strategies and asset allocation decisions across a multiplicity of portfolios. For example, investment firms seeking to comply with Article 13 of the Delegated Directive when receiving macroeconomic analysis may be able to more easily justify paying for it on a subscription basis and allocating costs more broadly across many of its clients' portfolios and accounts ».

<sup>32</sup> **Question-réponse AEMF n°8.**

## FICHE N°5 : LE CORPORATE ACCESS

### TEXTES DE RÉFÉRENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive MiFID II</b> : article 24.7, 8, 9
<b>Niveau 2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dispositions relatives à la « recherche »</li> </ul> <b>Directive déléguée</b> : considérant n°28. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dispositions relatives aux « ANMM »</li> </ul> <b>Directive déléguée</b> : <ul style="list-style-type: none"> <li>- considérant n°29 : notion de matériel ou service à <u>valeur substantielle</u> (interprétation <i>a contrario</i>).</li> <li>- considérant n°30: exclusion de tout avantage non pécuniaire qui suppose l'allocation de ressources importantes par un tiers à l'EI.</li> </ul>
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°7</b> : <i>Corporate access</i>

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

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

Jusqu'à présent, le *corporate access* faisait généralement partie des prestations globales fournies par l'intermédiaire et était rémunéré par la partie des frais de transactions dédiée aux services d'aide à la décision d'investissement. La nouvelle définition de la recherche conduit désormais l'établissement fournisseur de recherche et l'établissement consommateur de recherche 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.

Il convient de distinguer deux types de pratiques :

- la pratique se limitant à la **simple mise en relation par le prestataire** (une simple organisation matérielle de réunion) qui s'assimile à un service de « **conciergerie** » ;
- la pratique consistant à accompagner cette simple mise en relation de **prestations à valeur ajoutée intellectuelle** 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 au PSI de se former une opinion.

### QUESTIONS – RÉPONSES

#### 5.1 La prestation de pure « conciergerie » peut-elle être englobée dans le budget de recherche et être payée par le client ?

**Non.** Dès lors que le *corporate access* s'assimile à un service de pure « conciergerie », consistant en une « simple » organisation matérielle de réunion, celui-ci ne répond pas à la définition de recherche au sens du

considérant n°28 de la directive déléguée<sup>33</sup>. Il ne peut dès lors être pris en charge par le budget de recherche. Les frais liés à la prestation de pure « conciergerie » ne peuvent en aucun cas être inclus dans l’enveloppe des frais liés à la prestation intellectuelle à laquelle cette prestation de « conciergerie » est, le cas échéant, associée, afin d’être intégrée dans le budget de recherche.

L’établissement consommateur de recherche doit ensuite s’interroger sur la qualification appropriée à donner à cette prestation de pure « conciergerie ». À ce titre, l’AEMF mentionne explicitement que le choix du mode de financement de cette prestation dépendra de la qualification retenue par l’établissement consommateur de recherche<sup>34</sup>.

Aux termes de son analyse, l’établissement consommateur de recherche pourrait considérer que cette prestation s’agit d’un avantage non monétaire mineur. Par exemple, une telle qualification pourrait s’appliquer à la participation de l’établissement consommateur de recherche à des réunions marketing de type « roadshows »<sup>35</sup> organisées par une entreprise dans le but de promouvoir une émission de capital, à la condition que ces réunions soient librement accessibles à tout analyste financier ou tout investisseur potentiel<sup>36</sup>. Dans le cas où la prestation peut être qualifiée d’avantage non monétaire mineur, elle peut alors être acceptée sans contrepartie financière.

En revanche, si la prestation ne correspond ni à de la recherche ni à un avantage non monétaire mineur, elle ne pourra être perçue dans le cadre du conseil en investissement ou de la gestion de portefeuille pour compte de tiers, sauf à ce qu’elle soit considérée comme un « service commercial » que l’établissement consommateur de recherche financera sur ses ressources propres.

## 5.2 Comment l’établissement consommateur de recherche doit-il traiter les prestations à valeur ajoutée intellectuelle occasionnées par le *corporate access* ?

Les prestations de type intellectuel occasionnées par le *corporate access*, comme par exemple une synthèse d’éléments échangés au cours de la réunion, peuvent être facturées indépendamment des frais du service de conciergerie. Ces frais peuvent donc être inclus dans le budget de recherche, à moins que l’établissement consommateur de recherche décide de prendre ces coûts à sa charge. En tout état de cause, pour un établissement fournisseur de recherche fournissant par ailleurs des services d’exécution, la fourniture de prestations intellectuelles occasionnées par le *corporate access*, ainsi que les frais afférents à ces prestations, ne doivent pas être influencés par le niveau des frais reçus au titre des services d’exécution.<sup>37</sup>

Synthèse récapitulative	
Prestation de conciergerie	Prestation à valeur ajoutée intellectuelle
<p>Elle peut alternativement :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- être qualifiée d'<b>avantage non monétaire mineur</b> et être reçue gratuitement dans le cas où elle obéit aux critères requis<sup>38</sup> ;</li> <li>- être sinon payée par les <b>ressources propres</b> de l’établissement consommateur de recherche (notamment si il considère cette prestation comme une prestation commerciale).</li> </ul>	<p>Elle peut alternativement :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>être acceptée et être payée</b> : soit directement par l’établissement consommateur de recherche sur ses ressources propres, soit par le client final via le budget de recherche ;</li> <li>- <b>être refusée</b> : l’établissement consommateur de recherche ne pouvant accepter cet avantage réputé compromettre son obligation d’agir au mieux des intérêts des clients.</li> </ul>

<sup>33</sup> En ce qu’il ne recommande pas, ni suggère explicitement ou implicitement une stratégie d’investissement ni ne formule un avis étayé sur la valeur ou le prix actuel(e) ou futur(e) des instruments ou des actifs.

<sup>34</sup> **Question-réponse AEMF n°7** : « *ESMA expects investment firms [...] to carefully assess whether corporate access services [...] are material benefits, or alternatively could qualify as an acceptable minor non-monetary benefit* ».

<sup>35</sup> Explicitement visée dans le Q&A AEMF n°7.

<sup>36</sup> **Question-réponse AEMF n°7** : « *Freely and publicly open to analysts from investment firms and other investors* ».

<sup>37</sup> Article 13.9 Directive déléguée.

<sup>38</sup> Cf. fiche n°3.

## FICHE N°6 : FONCTIONNEMENT DU BUDGET RECHERCHE

### TEXTES DE RÉFÉRENCE

Niveau 1	Directive MiFID II : article 24.7, 8, 9
Niveau 2	Directive déléguée : article 13.1 b i, 5, 6, 8
Niveau 3	Question-réponse AEMF n°1 : <i>Use of a Research Payment Account for more than one client's portfolio or account</i> Question-réponse AEMF n°10 : <i>Budgeting, allocation of the research budget, determination and assessment of payments made from it</i> Question-réponse AEMF n°11 : <i>Disclosure of client research charges</i>
Transposition en droit interne	RGAMF : article 314-76-13

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Le régime de financement de la recherche prévu par MiFID II impose à l'établissement consommateur de recherche, lorsqu'il décide de faire payer la recherche par ses clients, de déterminer un budget préalable. Ce régime doit conduire à une formalisation des pratiques de l'établissement consommateur de recherche ainsi que les rapports qu'il entretient avec ses clients. L'établissement consommateur de recherche doit notamment :

- (i) **Déterminer et contrôler le budget de recherche global**, ce qui passe par :
  - a. **L'établissement du budget de recherche** selon les principes suivants : le budget estime le coût d'une recherche nécessaire, il doit être suffisamment granulaire pour être pré-affecté par clients, suivre un processus particulièrement rigoureux et être établi sur une base au moins annuelle ;
  - b. **Le suivi du budget**, à travers un processus robuste et indépendant d'évaluation de la qualité des prestations de recherche acquises ;
  - c. **La révision du budget** le cas échéant, en informant préalablement les clients, sauf à ce que l'établissement consommateur de recherche prenne les dépenses supplémentaires à sa charge.
- (ii) **Allouer le budget par portefeuille**, sur la base d'une politique d'allocation préalablement fixée, documentée et tenue à la disposition des clients ;
- (iii) **Convenir du budget de recherche avec le client et les informer régulièrement** sur son utilisation, via :
  - a. **Une information ex ante** : l'établissement convient avec les clients des frais de recherche budgétés et des conditions dans lesquelles les frais seront imputés pour la période considérée. Par ailleurs, le client doit être informé en cas d'augmentation du budget ;
  - b. **Une information ex post**, sur le budget prévu pour la recherche et le montant des frais estimés ainsi qu'annuellement sur la réalité des dépenses allouées à l'achat de la recherche tierce ;
  - c. **Une information supplémentaire à la demande du client et tenue à disposition de l'AMF** : l'établissement est tenu de fournir une synthèse indiquant la liste des prestataires rémunérés par l'intermédiaire du compte de frais de recherche, le montant total versé à ces prestataires au cours de la période considérée, les avantages et services reçus par l'établissement consommateur de recherche ainsi qu'une comparaison entre le montant total payé depuis le

compte et le budget fixé par l'établissement, en signalant toute remise ou tout report s'il reste des fonds sur ce compte.

## QUESTIONS-RÉPONSES

### 6.1. Selon quelles méthodes l'établissement consommateur de recherche doit-il déterminer le budget de frais de recherche ?

Le principe de la fixation du budget *ex-ante* est un élément important du régime de financement de la recherche introduit par MiFID II. Le budget constitue une estimation de dépenses prévisionnelles qui peuvent être prélevées sur les portefeuilles gérés selon une stratégie similaire.

Il appartient à l'établissement consommateur de recherche de définir dans sa politique relative à la recherche les critères sur la base desquels il évalue la qualité des travaux de recherche qu'il perçoit. L'établissement doit disposer d'une méthodologie claire afin de déterminer le montant qu'il compte allouer pour chacun des fournisseurs de recherche avant de recevoir et de consommer leurs services. En tout état de cause, il appartient aux établissements consommateurs de recherche d'établir leurs propres grilles de notation ou seuils leur permettant d'ajuster ce qu'ils paieront aux fournisseurs de recherche.

L'établissement consommateur de recherche est autorisé à ajuster *ex-post* le paiement effectué au fournisseur de recherche de manière proportionnée et prévisible, c'est-à-dire en suivant des critères prédéfinis<sup>39</sup>.

### 6.2. Un établissement consommateur de recherche peut-il établir un budget de frais de recherche pour un groupe de portefeuilles ou plusieurs comptes ?

**Oui.** Il est possible pour un établissement consommateur de recherche d'établir un budget pour un groupe de portefeuilles ou pour plusieurs comptes dès lors que le périmètre d'investissement est similaire. Ainsi, l'établissement consommateur de recherche peut décider de fixer des budgets de recherche par *desk* ou par stratégie d'investissement dès lors que les mandats considérés sont similaires et partagent les mêmes objectifs d'investissement.

En revanche, il n'est pas possible d'établir un budget par groupe de portefeuilles dès lors qu'ils ne partagent pas suffisamment les mêmes besoins de recherche et objectifs d'investissements, comme lorsqu'ils couvrent des catégories d'instruments financiers, des zones géographiques ou des secteurs différents<sup>40</sup>.

En tout état de cause, il importe que l'établissement consommateur de recherche soit capable d'identifier et d'allouer équitablement les coûts de la recherche, et ce de manière individualisée au niveau du client, en suivant un processus de répartition préalablement défini.

---

<sup>39</sup> Question-réponse AEMF n°10.

<sup>40</sup> Question-réponse AEMF n°1 : « Firms should not set a budget for a group of client portfolios or accounts that do not share sufficiently similar investment objectives and research needs ».

### 6.3. Comment doit être formalisé l'accord entre l'établissement consommateur de recherche et son client sur le budget de recherche ?

L'accord du client est exigé sur deux points : d'une part, sur les frais de recherche prévus dans son budget prévisionnel ; et d'autre part, sur la périodicité selon laquelle les frais de recherche spécifiques seront déduits. Cet accord intervient dans le mandat de gestion de portefeuille ou dans les conditions générales du contrat de prestation de services.

Pour les mandats existants, après avoir informé le client et l'avoir mis en situation d'exprimer un éventuel désaccord, l'accord du client est réputé acquis lorsque :

- le budget de frais de recherche prévu pour une période considérée ne conduit pas à une augmentation des frais totaux payés par le client par rapport à la période équivalente précédente ; et
- la périodicité selon laquelle l'établissement consommateur de recherche prévoit d'imputer au client les frais de recherche spécifiques au cours d'une période considérée est équivalente à celle prévue pour la période précédente pour les autres frais.

Dans ce cas, une information sur les frais de recherche prévus et la périodicité selon laquelle les frais de recherche spécifiques seront déduits du client suffit. Le client conserve la faculté de refuser le budget.

## FICHE N°7 : COMPTE DE FRAIS DE RECHERCHE

### TEXTES DE RÉFÉRENCE

<b>Niveau 1</b>	<b>Directive MiFID II</b> : article 24.7, 8, 9
<b>Niveau 2</b>	<b>Directive déléguée</b> : article 13.3
<b>Niveau 3</b>	<b>Question-réponse AEMF n°1</b> : <i>Use of a Research Payment Account for more than one client's portfolio or account</i> <b>Question-réponse AEMF n°2</b> : <i>Status of client money held in a Research Payment Account</i> <b>Question-réponse AEMF n°10</b> : <i>Budgeting, allocation of the research budget, determination and assessment of payments made from it</i>
<b>Transposition en droit interne</b>	<b>RGAMF</b> : article 314-76-9

### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Lorsque l'établissement consommateur de recherche décide de faire payer la recherche par le client, le nouveau régime de financement de la recherche prévoit l'utilisation d'un **compte de frais de recherche** (RPA – *Research Payment Account* en anglais), qui peut être exploité selon deux modèles :

- Le **modèle de compte de frais de recherche simple** (parfois appelé modèle suédois), dans lequel un compte est alimenté dans le respect du budget fixé *ex ante* par des frais spécifiques, venant s'ajouter à la commission de gestion et prélevés aux clients selon une périodicité et une méthodologie à définir par l'établissement consommateur de recherche. Ce prélèvement est réalisé indépendamment du rythme des transactions réalisées, par exemple à travers un provisionnement des frais à chaque valorisation du portefeuille et prélèvement régulier sur l'encours ;
- Le **modèle de compte de frais de recherche fondé sur un contrat à commissions de courtage partagées (« CCP »)**, CSA ou *Commission Sharing Agreements* en anglais, dans lequel des frais de recherche sont prélevés à l'occasion de l'exécution de transaction par le PSI fournissant des services d'exécution pour le compte de l'établissement consommateur de recherche, en plus des frais d'exécution ; l'établissement consommateur de recherche 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.

### QUESTIONS – RÉPONSES

#### 7.1. Qui a la responsabilité de l'administration du compte de frais de recherche ?

L'établissement consommateur de recherche est 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 établissements fournisseurs de recherche. À cet égard, il appartient à l'établissement consommateur de recherche de s'assurer que le compte ouvert auprès de son intermédiaire bénéficie d'une sécurité juridique satisfaisante.

Par ailleurs, l'établissement consommateur de recherche a la possibilité de déléguer l'administration du compte de frais de recherche à un prestataire externe<sup>41</sup>.

Enfin, le compte de frais de recherche étant sous la responsabilité de l'établissement consommateur de recherche, il lui appartient de décider s'il souhaite mettre en place un ou plusieurs comptes de frais de recherche.

## 7.2. Qui détient les sommes déposées sur le compte de frais de recherche ?

Le compte de frais de recherche est financé par un paiement imputé au client. À partir du moment où ce paiement est réalisé, les sommes créditées sur ce compte appartiennent à l'établissement consommateur de recherche<sup>42</sup>.

## 7.3. Est-il possible à un établissement fournisseur de recherche d'administrer gratuitement un compte de frais de recherche pour le compte d'un établissement consommateur de recherche dont il exécute des ordres ?

**Non.** L'administration de compte de frais de recherche offerte à titre gratuit par un établissement fournisseur de recherche, par ailleurs en charge de l'exécution des ordres, à un autre établissement consommateur de recherche peut être considérée comme une forme d'incitation à l'exécution d'ordre entrant dans le champ de l'article 12 de la directive déléguée et est donc interdit pour les établissements consommateurs de recherche proposant les services de conseil en investissement indépendant et de gestion de portefeuille pour compte de tiers.

## 7.4. Est-il toujours possible d'utiliser les commissions de courtage à facturation partagée (CCP) dans le cadre du nouveau régime de financement de la recherche ?

**Oui.** Le nouveau régime de financement de la recherche n'est pas incompatible avec le fonctionnement des CCP, mécanisme par lequel les frais de recherche sont prélevés à l'occasion de l'exécution de transaction par l'établissement fournissant des services d'exécution pour le compte de l'établissement consommateur de recherche. En effet, l'article 13.3 de la directive déléguée dispose qu'une « *collecte [peut être] liée à une commission pour transaction* ».

Pour autant, les processus opérationnels de suivi des dépenses facturées via des CCP devront 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 à l'article 13 de la directive déléguée, 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>41</sup> Conformément aux dispositions de l'article 13.7 de la directive déléguée : « 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.

<sup>42</sup> Question-réponse AEMF n°2



Si le compte de frais de recherche présente un excédent par rapport au budget en fin de période<sup>43</sup>, l'établissement prévoit un processus pour restituer ces fonds au client ou les inclure dans le budget et les frais de recherche calculés pour la période suivante. Dans le cas où le budget n'est pas atteint, sauf à ce que l'établissement démontre que ses frais de recherche sont *in fine* inférieurs à ceux prévus au budget, la différence est reversée aux établissements fournisseurs de recherche concernés, c'est-à-dire par un paiement direct hors frais d'intermédiation, et peut éventuellement être imputée aux clients.

En tout état de cause, lorsque les prestations de fourniture de recherche et d'exécution sont fournies par un prestataire unique, l'établissement doit tenir compte des potentiels risques de conflits d'intérêts dans sa politique relative à la recherche, et doit veiller à ce que les procédures internes assurent une décorrélation effective entre les frais de recherche et les transactions.

En résumé, des modifications aux CCP existantes doivent être apportées afin de les rendre compatibles avec le régime prévu par MiFID II.

---

<sup>43</sup> Article 13.5 de la directive déléguée.