

**CFA Society France**  
37 rue des Mathurins,  
75008 Paris

**Autorité des Marchés Financiers,**  
17 Place de la Bourse, 75002 Paris  
[directiondelacomunication@amf-france.org](mailto:directiondelacomunication@amf-france.org)

Le 28 octobre 2016

## **REPONSE A LA 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**

L'association [CFA Society France](#) remercie l'AMF de l'opportunité de contribuer à la consultation publique sur les nouvelles modalités de financement de la recherche par les entreprises d'investissement dans le cadre de la directive MiFID II.

CFA Society France est une association de droit français représentant localement le [CFA Institute](#) (1), dont la mission est d'être la référence pour les professionnels de l'investissement dans le monde, en établissant des Normes (« Standards ») élevées en matière d'éthique, de formation, et d'excellence professionnelle. Le CFA Institute représente l'opinion de professionnels de l'investissement auprès des régulateurs, des associations professionnelles et des législateurs au niveau mondial, sur les problématiques d'analyse financière, de gestion d'actifs, de formation, d'efficacité et d'intégrité des marchés de capitaux.

Nous avons limité à ce stade notre réponse à la recherche « actions » et à son environnement de marché et/ ou macro-économique.

Avant toute chose, nous souhaitons mettre en avant l'importance de la recherche dans la formation des prix et donc l'efficacité des marchés. Une étude réalisée par Frost Consulting, et reprise en page 7 de l'étude de CFA Society UK '[The market for research](#)' publiée en 2014, indique que les commissions aux intermédiaires britanniques sur les petites et moyennes valeurs a chuté de 80% sur les 5 années précédentes. CFA Society UK a également réalisé en 2014 une étude sur les méthodes d'évaluation de la recherche '[Investment research Valuation approaches](#)' et un sondage auprès de ses membres sur la recherche et la gestion d'actifs. Nous nous tenons à la disposition de l'AMF pour discuter plus en avant de ces deux études et de notre réponse à la présente consultation.

---

(1) Le [CFA Institute](#) est une association mondiale à but non lucratif, regroupant plus de 133 000 analystes financiers, gérants de portefeuille, et autres professionnels de l'investissement présents dans plus de 147 pays ; près de 220,000 candidates se présentent annuellement aux examens de la qualification de Chartered Financial Analyst®. Les membres du CFA Institute sont représentés par 135 associations locales (« member societies », dont [CFA Society France](#)).

Enfin, quel que soient les modalités et l'organisation de la recherche, la responsabilité finale de la performance -et la relation client au sens large- ne peuvent être assurées que par le prestataire d'investissement.

Nous avons présenté en annexe le Code d'Éthique (« Code of Ethics ») et certaines « Normes » (« Standards of Professional Conduct ») que sont tenus de suivre tout détenteur de la certification CFA. Leur application permet, en très grande partie, de justifier et d'enregistrer, les décisions d'investissement influencées ou motivées par des sources extérieures, de placer l'intérêt du client avant ses intérêts personnels et de gérer les conflits d'intérêt associés aux modalités de financement de la recherche.

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

Nous sommes globalement en accord avec la définition présentée dans le considérant 28 de la Directive déléguée du 7 avril 2016. Une « recherche » doit donc porter sur un instrument financier (actions, marchés ou secteurs, ...) et inclure une recommandation précise et motivée. Outre les différents services mentionnés dans l'instruction 2007-02, il nous apparaît devoir être exclus du champ de cette recherche : les informations génériques de marché telles qu'elles peuvent être fournies par un contact régulier (« prestations commerciales »), l'information portant sur l'activité du service d'analyse d'un intermédiaire de marché (liste de publications sans que celles-ci soient utilisées par la société de gestion), le « corporate access » sans prestation de type intellectuel, les différents séminaires et conférences (avantages non pécuniaires mineurs).

Les notes d'analyse macroéconomique doivent être exclues du champ d'application du paragraphe 1.1, car contrairement à une analyse spécifique sur un instrument donné, il est particulièrement difficile (et donc délicat) d'attribuer la 'paternité' de telle ou telle analyse à une décision d'investissement, celle-ci étant, par définition, le fruit d'un raisonnement construit, et alimenté nécessairement par plusieurs sources. Cependant, si ces notes d'analyse ont une approche quantitative (existence de signaux par exemple) ou confidentielle (service quasi-exclusif), elles pourraient être intégrées à la définition de la recherche au sens du considérant 28.

### **2. Fonctionnement du budget de recherche**

L'Association CFA Society France est tout à fait favorable au principe de transparence des budgets de recherche mais le processus doit rester le plus simple possible afin de ne pas pénaliser les petites et moyennes structures et également être cohérent.

S'il est, par construction, facile d'évaluer une recherche externe et payante, celle fournie par un intermédiaire de marché est plus difficile à quantifier -même si certains précisent leur propre évaluation. Cette étape, complexe, est nécessaire, et a le grand avantage d'obliger les entreprises d'investissement à préciser leur exigence, même si celui-ci est déjà présent dans la procédure de répartition des ordres de bourse. Enfin, cette étape a l'intérêt éventuel d'inciter les intermédiaires de marché à privilégier la qualité de leur recherche par rapport à la quantité, ce qui peut parfois ne pas être le cas.

La granularité doit être particulièrement calibrée. L'idéal étant qu'elle suive le processus d'investissement (géographique, sectoriel ou autre). Il nous apparait impossible à mettre en œuvre une granularité trop fine en dehors d'une gestion très spécialisée.

De la même façon, il nous apparait difficile de mettre en œuvre un budget en fonction de chaque portefeuille (ou de type de mandats) et d'en faire une agrégation (approche « Bottom-up »). Il est en fait plus simple, donc plus efficace et rationnel de notre point de vue, d'opter pour l'approche « Top-down » qui établit le budget global de recherche pour le ventiler par portefeuille. Cela nous parait même indispensable lorsque le prestataire d'investissement effectue à la fois de la gestion collective et de la gestion sous mandat. Même si les processus et les équipes sont cloisonnés, la recherche et les échanges lors de comités d'investissement sont souvent communs.

La répartition par portefeuille doit se faire par taille, type de gestion (l'exposition aux actions) et éventuellement la rotation anticipée (ou observée dans le passé). La clé de répartition, notamment entre gestion collective et gestion sous mandat, doit être rigoureusement suivie et très largement argumentée.

Sauf cas particulier, le budget et l'information *ex ante* doit se faire sur une périodicité annuelle, une période plus courte ne permettant pas d'anticiper de possibles crises et risque de plus de donner trop d'informations illisibles aux clients. Elle peut être par ailleurs réconciliée avec l'information *ex post*.

Enfin, s'il est indispensable de garder traces des différentes étapes des décisions d'investissements, il nous apparait impossible de calculer objectivement la performance et la contribution de tel ou tel intermédiaire dans la performance finale des portefeuilles.

### 3. Fonctionnement des différents types de comptes de frais de recherche

Nous n'avons pas de remarques particulières sur ces différents points. Il semble que le modèle de RPA fondé sur un CCP reste relativement proche du fonctionnement actuel, les différences notables (et améliorant la transparence) étant la définition *ex ante* du budget et l'information au client.



- |                             |   |
|-----------------------------|---|
| -Myriam Ferran, CFA,        | Présidente de CFA Society France  |
| -Séverine Vadon-David, CFA  | Présidente du Comité Advocacy (Réglementation et Enjeux de Place)                             |
| -Jean François Bouilly, CFA | Membre du Comité Advocacy – Marchés de Capitaux et Gestion d'Actifs                           |
| -Jean-Philippe Dorp, CFA    | Membre du Comité Advocacy – Responsable du sous-comité FAR (Financial Analysis and Reporting) |

**ANNEXE :****Extrait du Code d'éthique et Normes (« standards ») de Conduite professionnelle du CFA Institute**

Nous présentons ci-après un extrait du Code d'éthique (« Code of Ethics ») et certaines « Normes » (« Standards of Professional Conduct ») que sont tenus de suivre tout détenteur de la certification CFA. Leur application permet, en très grande partie, de justifier et d'enregistrer, les décisions d'investissement influencées ou motivées par des sources extérieures, de placer l'intérêt du client avant ses intérêts personnels et de gérer les conflits d'intérêt associés aux modalités de financement de la recherche.

**Les Normes (« Standards ») de conduite professionnelle sont au nombre de 7, et stipulent entre autre que:**

-Standard III A (Loyauté, prudence et diligence). Les Membres et Candidats ont une obligation de loyauté envers leurs clients; ils doivent faire preuve de prudence et de diligence de façon raisonnable dans leur jugement. Les Membres et les Candidats doivent agir dans l'intérêt de leurs clients et doivent faire passer les intérêts de ces derniers avant les intérêts de leur employeur ou leurs propres intérêts.

-Standard III B (Équité). Les Membres et les Candidats doivent se comporter de manière équitable et objective envers leurs clients lorsqu'ils procèdent à une analyse financière, à des conseils d'investissement, à des opérations de placement ou dans le cadre de toute autre activité professionnelle.

-Standard VI A. (Révélation des conflits d'intérêts). Les Membres et Candidats doivent entièrement et équitablement communiquer tous les éléments raisonnablement susceptibles de nuire à leur indépendance et à leur objectivité ou d'interférer avec leurs obligations envers leurs clients, prospects ou employeur. Les Membres et Candidats doivent veiller à ce que ces informations soient communiquées sans ambiguïtés, clairement et efficacement.

\*\*\*

**L'intégralité du code d'éthique et les 'Normes' sont disponibles au lien suivant :**

**[Code d'Ethique et "Normes" \(« Standards »\) de conduite professionnelle du CFA Institute](#)**