

Recherche Sponsorisée*

Charte de Bonnes Pratiques

**La « Recherche Sponsorisée » s'entend de la production de documents écrits, présentés comme un document de recherche d'analyse financière et/ou extra-financière*

- *payée partiellement ou totalement par l'émetteur de titre coté sur un marché régulé ou réglementé*
- *et réalisée par un bureau d'analystes, qu'il relève ou non d'un prestataire de services d'investissement.*

Le 11 mai 2022

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'PL' followed by a horizontal line and a flourish.



Contexte général

Déclenchée par la crise de 2008 et la nécessité pour les intermédiaires comme pour les investisseurs professionnels de diminuer leurs coûts, la réduction de la couverture en matière d'analyse financière sur les *Small&Mid Caps* a mis en évidence un problème structurel particulièrement aigu en ce qui concerne la place financière de Paris¹. Et cela à l'heure même où l'Union européenne prend conscience de la nécessité de maximiser le financement des entreprises par le marché.

Cette évolution a été accélérée et accentuée par le renforcement de la régulation européenne et des contraintes pesant sur les producteurs de recherche, via l'entrée en vigueur du règlement Abus de marché (MAR) en 2016, puis, et surtout, de la directive MiFID 2² en 2018. MiFID 2 redéfinit en effet les modalités de financement de la recherche dans un objectif de protection des investisseurs et de limitation des risques de conflits d'intérêts. Mais les nouvelles règles ayant conduit en pratique les investisseurs *buy-side* à revoir à la baisse les rémunérations versées aux bureaux d'analyses³, les bureaux concernés ont été confrontés à une importante fragilisation des conditions économiques dans lesquelles ils exercent leur activité. Ces bureaux ont alors été incités à trouver une solution palliative pour financer les moyens humains et matériels qu'ils déploient pour maintenir une analyse *Small&MidCaps*.

Dans ce cadre, la pratique de place de la recherche dite « sponsorisée », déjà en oeuvre, a connu un nouveau développement. Elle consiste de la part de ces bureaux d'analyse à proposer aux émetteurs, et particulièrement aux émetteurs *Small&Mid Caps*, une couverture de leur société contre rémunération. Dans une situation de désengagement structurel qui risquait de compromettre leur visibilité sur le marché, et donc les bénéfices que permet une cotation publique⁴, différents émetteurs de ce segment ont pris conscience de l'intérêt que présentait leur participation financière à la rémunération de la recherche produite sur leur titre. En outre, la consultation « Listing Act » lancée par la Commission Européenne fin 2021 témoigne également de la reconnaissance par les autorités européennes de l'importance croissante prise par la recherche « sponsorisée » pour assurer la visibilité auprès des investisseurs des émetteurs *Small&Mid Caps*.

Le développement de cette recherche « sponsorisée », au contraire de celle dite « spontanée » à la rémunération de laquelle l'émetteur ne contribue pas, suscite toutefois différentes interrogations au regard des textes existants quant aux conditions dans lesquelles elle doit être produite, labellisée et distribuée aux investisseurs, tant au niveau national qu'europpéen.

Fortes de ce constat, et afin que la recherche sponsorisée soit considérée comme pleinement légitime par les autorités de supervision d'une part, les émetteurs, les prestataires de recherche et les investisseurs d'autre part, les associations signataires ont décidé d'élaborer ensemble une Charte de bonnes pratiques encadrant la recherche sponsorisée. Tout en rappelant les obligations qui s'imposent en tout état de cause aux fournisseurs de recherche et aux émetteurs, la Charte énonce les engagements particuliers pris par

¹ Cf Étude « Analyse Financière : Étude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017 », AMAFI / 18-52, 28 septembre 2018 (<http://www.mifidvision.com/lesdocuments.ph>).

² Complétée par la directive (UE) 2021/338 du 16 février 2021 qui permet la possibilité de courtage partagé pour les capitalisations inférieures à 1 milliard d'euros.

³ De manière particulièrement drastique sur le segment des *Small&Mid Caps*.

⁴ En effet, Le rôle des analystes sur l'attractivité et la liquidité des titres de PME-ETI, et in fine sur le coût du capital supporté par les émetteurs, a été mis en évidence par une étude académique publiée en février 2018 par l'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM). Celle-ci établit que le fait d'être suivi par un ou plusieurs bureaux d'analyse constitue, pour un émetteur, un facteur essentiel d'accroissement de sa notoriété auprès des investisseurs, ce qui lui permet ainsi de lever plus facilement et à moindre coût des capitaux tout en assurant une meilleure liquidité de son titre sur le marché secondaire. Ce second effet se combine d'ailleurs avec le premier compte tenu de l'interaction existant entre marché secondaire et marche primaire.

Recherche Sponsorisée

CHARTE DE BONNES PRATIQUES

les uns et les autres pour assurer que l'analyse produite est réalisée dans des conditions apportant les meilleures garanties d'objectivité⁵.

L'enjeu est ainsi d'autoriser un déploiement maîtrisé de l'analyse financière sponsorisée de nature à permettre l'alignement des intérêts des différentes parties prenantes.

A la Charte seront prochainement associées des clauses-types à intégrer aux contrats Émetteur-Fournisseur de recherche permettant de transcrire contractuellement les engagements qu'elle contient.

⁵ La Charte tend à cet égard à répondre à la volonté des autorités européennes de clarifier les conditions de production de la recherche sponsorisée, dont témoigne notamment la réponse de l'ESMA à la consultation « Listing Act » : *"Sponsored research could help foster the coverage of SMEs; however, for this field to develop in full, it may be necessary to clarify the conditions under which sponsored research may qualify as investment research and not as marketing material. In this context, strict rules are needed to ensure its independence and objectivity, which could require more specific requirements than those currently in place."*.

72 56



Engagements des fournisseurs de recherche sponsorisée

Le fournisseur de recherche sponsorisée assure son activité dans un contexte réglementaire identique à celui qui s'applique à tout fournisseur de recherche spontanée, et dont les aspects principaux sont les suivants :

- L'article 37 du RD MIFID 2 qui décrit le dispositif destiné à prévenir tout conflit d'intérêts.
- Les articles 3 et 4 du RD MAR, qui encadrent la présentation de la recherche.
- Les articles 5 et 6 du RD MAR, qui listent ce que la recherche produite doit mentionner.
- Les articles 12 et 13 de la DD Mifid2 qui indiquent comment la recherche peut être distribuée.
- Le Q&A ESMA35-43-349 du 28 Mars 2019 qui précise la qualification d'Avantage Non Monétaire Mineur (ANMM).
- L'article 4-c de la Directive du 16 février 2021 qui définit les conditions dans lesquelles, pour les valeurs dont la capitalisation est inférieure à 1 milliard d'euros le service de recherche peut être couplé avec le service d'exécution.

Engagement 1

Objet : Équivalence des analyses spontanée et sponsorisée

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée produit la recherche sponsorisée dans des conditions identiques à celles qu'il applique à la recherche spontanée, de façon qu'il n'y ait pas de différences de moyens, de qualification et de contenu entre l'analyse sponsorisée et l'analyse spontanée, y compris lorsqu'il distribue l'une et l'autre recherches sous deux marques différentes.

Le fournisseur de recherche sponsorisée s'engage à livrer une analyse élaborée selon les meilleurs standards du marché, équivalents à ceux qu'il applique le cas échéant à la production de recherche spontanée.

Engagement 2

Objet : Mode de diffusion

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée s'engage à diffuser la recherche sponsorisée selon l'un des deux modèles suivants :

- « **Diffusion publique** » : Lorsque la recherche sponsorisée est payée à 100 % par l'émetteur, elle est accessible à tous les investisseurs, en même temps et gratuitement, le Registre prévu par l'Engagement 7 permettant alors aux investisseurs intéressés de se manifester auprès du fournisseur de recherche ;
- « **Diffusion réservée** » : Lorsque la recherche sponsorisée est payée en partie par l'émetteur, en partie par l'investisseur, elle peut alors être réservée, soit indéfiniment, soit pour un temps fixé contractuellement entre le fournisseur de recherche sponsorisée et l'émetteur, aux investisseurs qui contribuent au paiement de cette recherche, conformément au dispositif prévu par la réglementation.

Engagement 3

Objet : Identification et mentions obligatoires

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée veille à ce que la mention « Analyse payée par l'émetteur » ou « Analyse payée partiellement par l'émetteur » soit placée en première page et/ou en page de couverture des analyses concernées ainsi que, dans la mesure du possible, sur l'ensemble de leurs pages. Pour une communication électronique, il s'assure que l'une ou l'autre de ces mentions figure de manière proéminente.

Le fournisseur de recherche sponsorisée mentionne par ailleurs que la recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte. Il précise en outre son mode de diffusion (« publique » ou « réservée »).

Lorsque le fournisseur de recherche sponsorisée fait appel à un analyste externe, il lui communique la Charte de bonnes pratiques et veille à ce qu'il s'engage à la respecter.

Engagement 4

Objet : Détection de conflits d'intérêt potentiels

Action : Au-delà du respect des règles relatives aux conflits d'intérêt, un récapitulatif synthétique matérialise l'indépendance de la recherche sponsorisée produite en indiquant :

- Le mode de diffusion de la recherche,
- S'il existe un contrat de liquidité avec l'émetteur et/ou tout autre type de contrat avec ce dernier,
- Si l'émetteur représente plus de 5 % de ses revenus bruts consolidés de l'exercice précédent du producteur de recherche,
- Si l'émetteur est par ailleurs client du fournisseur de recherche ou s'il a eu des liens contractuels au cours des 12 derniers mois et de quel type,
- Et dans le cas où le producteur de recherche fait appel à un analyste externe, si les revenus liés à la recherche sponsorisée ou autres revenus en lien avec l'émetteur représentent plus de 5% des revenus du prestataire externe.

Sauf s'il est une structure unipersonnelle, le fournisseur de recherche sponsorisée veille à ce que l'analyste chargé de la couverture d'un émetteur ne soit pas également en charge de la prospection et de la sollicitation commerciale éventuellement mené vis-à-vis de cet émetteur.

Engagement 5

Objet : Mise à jour de l'analyse et évolution des recommandations

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée s'engage à produire ses meilleurs efforts pour publier, dans les meilleurs délais, une mise à jour lors de chaque publication de résultats de l'émetteur (trimestrielle, semestrielle, annuelle) et lors de la parution de toute d'informations importantes, susceptibles d'impacter significativement la vie boursière de l'entreprise.

Par ailleurs, le fournisseur de recherche sponsorisée précise trimestriellement, pour l'ensemble de la recherche qu'il produit, qu'elle soit sponsorisée ou spontanée, la part que représentent pour chacune les recommandations « acheter », « conserver » et « vendre » (ou toute autre nomenclature ayant une signification équivalente) au cours des douze derniers mois et la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories.

Engagement 6

Objet : Communication

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée veille à ce que toute communication écrite à son initiative s'accompagne d'un renvoi à sa politique de gestion des conflits d'intérêts.

Il veille par ailleurs à ce que l'analyste ayant produit une recherche donnée soit responsable de ses relations avec les médias et de ses publications sur les réseaux sociaux. Il s'engage à ce que soit systématiquement rappelé aux journalistes avec lesquels il peut entrer en contact qu'un contrat de recherche existe avec l'émetteur⁶.

Engagement 7

Objet : Suivi et information

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée fournit à l'Association en charge de la tenue du registre, tenu selon les termes de l'Engagement 14, à la date de l'initiation et de cessation effective de la couverture, pour chaque contrat qui est placé sous le bénéfice de la Charte, les informations suivantes :

- Date de signature du contrat ou de son avenant,
- Durée du contrat,
- Nom de l'émetteur,
- Code ISIN,
- Nom du fournisseur de recherche et lien vers le site du fournisseur de recherche,
- Nom de l'analyste,
- État ("En cours", "Terminé").

Engagement 8

Objet : Durée du contrat

Action : Le fournisseur de recherche sponsorisée ne conclut un contrat de recherche sponsorisée avec un émetteur que si ce contrat couvre une période initiale d'au moins 24 mois, avec un renouvellement tacite couvrant une période d'au moins 12 mois. Toutefois, l'émetteur a la possibilité de mettre fin par anticipation au contrat de manière unilatérale dans les situations suivantes :

- Rupture prolongée, en tout état de cause supérieure à six mois, du service fourni par le producteur de recherche,
- Radiation de la cote des titres de l'émetteur,
- Recours par l'émetteur à une procédure du livre VI du code de commerce.

Les contrats en cours à la date de publication de la présente Charte dont la signature initiale est de plus de 2 ans antérieure sont réputés respecter cette condition, à condition que leur renouvellement couvre une période d'au moins 12 mois. Pour être placés sous le régime de la charte, ces contrats devront faire l'objet d'un avenant assurant le respect des autres engagements de la charte.

⁶ Cf Déclaration de l'ESMA sur les recommandations d'investissement sur les médias sociaux ESMA70-452-285 du 28 octobre 2021.

Handwritten initials and signature: "JL" and "SC" with a blue ink signature line.

Engagements des émetteurs

L'émetteur prend en regard les engagements suivants.

Engagement 9

Objet : Absence d'influence sur le fournisseur de recherche sponsorisée

Action : L'émetteur ou toute personne agissant pour son compte n'exerce aucune action directe ou indirecte sur le fournisseur de recherche sponsorisée et ses salariés ou sous-traitants ayant pour objet d'influer sur la recherche menée. Cet engagement s'applique quel que soit l'interlocuteur en contact avec l'analyste.

Engagement 10

Objet : Information du marché

Action : Pour renforcer la communication vers le marché et avertir les acteurs qu'une nouvelle couverture est disponible, l'émetteur publie un communiqué à la date de la publication de la note d'initiation de la couverture.

Engagement 11

Objet : Référence à l'existence d'une recherche sponsorisée

Action : L'émetteur qui recourt à un fournisseur de recherche sponsorisée l'indique sur son site. Il l'effectue sous la rubrique soit « Actionnariat » soit « Information Financière » si ces rubriques existent.

Lorsque l'émetteur donne sur son site directement accès à la recherche produite par le fournisseur de recherche sponsorisée, il met en place les moyens assurant la synchronisation des documents ainsi disponibles avec ceux produits par le fournisseur de recherche sponsorisée.

Engagement 12

Objet : Conditions de paiement

Action : Les modalités de paiement de la prestation sont un élément potentiel pouvant peser sur la liberté de l'analyste à rester indépendant tout au long de la prestation. Aussi, afin de renforcer l'indépendance de l'analyste tout au long de la prestation, l'émetteur s'engage à payer 50% au moins de la rémunération annuelle prévue par le contrat au moment de la signature de celui-ci avec le fournisseur de recherche sponsorisée puis à chaque date anniversaire. Pour le solde, l'émetteur s'engage à le verser chaque année dans les meilleurs délais.

Engagements des associations signataires

Les associations signataires prennent les engagements suivants.

Engagement 13

Objet : Revue régulière de la Charte

Action : Les associations signataires conviennent d'analyser régulièrement, et a minima tous les 2 ans à compter de la date de sa signature, le déploiement de la Charte en poursuivant les objectifs suivants :

- Adapter la Charte en tenant compte des évolutions de la réglementation applicable,
- Examiner les éléments d'amélioration de la Charte qui apparaîtraient utiles, s'agissant notamment des modalités de diffusion ou de la gestion des conflits d'intérêt,
- Rechercher les conditions d'un déploiement européen de la Charte.

Engagement 14

Objet : Tenue du Registre de la recherche sponsorisée

Action : L'une des associations signataires tient un « Registre de la Recherche Sponsorisée ».

Le Registre de la Recherche Sponsorisée est tenu à disposition de l'AMF. La partie du Registre couvrant la recherche à diffusion publique est rendue publique, à l'exception du champ fournissant le nom de l'analyste.

L'association signataire en charge met en place une procédure assurant que seules les personnes assurant la gestion du Registre aient accès à sa partie non-publique et s'interdit d'utiliser ces informations à d'autres fin que celles permettant le cas échéant de fournir une information statistique agrégée de l'évolution du marché de la recherche sponsorisée.

Signatures

Le 11 mai 2022

Pour l'Association Française des Marchés
Financiers (AMAFI)



Stéphane Giordano
Président

Pour l'Association Française de la Gestion
financière (AFG)



Eric Pinon
Président

Pour la Société Française des Analystes
Financiers (SFAF)



Martine Léonard
Présidente

ANNEXE 1

**Article 37 du RD MiFID 2
(Article 16, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE)**

(...)

2. Les entreprises d'investissement couvertes par le paragraphe 1, premier alinéa, disposent de mécanismes conçus pour assurer que les conditions suivantes sont remplies :

a) **les analystes financiers** et les autres personnes concernées **s'abstiennent d'exécuter**, autrement qu'en qualité de teneur de marché agissant de bonne foi et dans le cadre des opérations normales de tenue de marché ou en exécution d'un ordre de client non sollicité, **des transactions personnelles** ou des opérations au nom de toute autre personne, y compris l'entreprise d'investissement, **concernant des instruments financiers sur lesquels porte la recherche en investissements**, ou tout autre instrument financier lié, lorsqu'elles ont connaissance de la date probable de diffusion de cette recherche en investissements ou de son contenu, et que cette connaissance n'est pas accessible au public ou aux clients et ne peut pas être aisément déduite de l'information disponible, aussi longtemps que les destinataires de la recherche en investissements n'ont pas eu une opportunité raisonnable d'agir sur la base de cette connaissance ;

b) dans les situations non couvertes par le point a), les analystes financiers et toutes les autres personnes concernées intervenant dans la production de recherche en investissements n'exécutent pas de transactions personnelles sur les instruments financiers sur lesquels porte la recherche en investissements, ou sur tout autre instrument financier lié, qui iraient à l'**encontre de recommandations** en vigueur, sauf dans des circonstances exceptionnelles et avec l'accord préalable d'un membre du service juridique ou de la fonction de vérification de la conformité de l'entreprise ;

c) il existe une **séparation physique** entre les analystes financiers intervenant dans la production de recherche en investissements et d'autres personnes concernées dont les responsabilités ou les intérêts professionnels peuvent entrer en conflit avec les personnes destinataires de la recherche en investissements diffusée ou, si cela est jugé inapproprié eu égard à la taille et à l'organisation de l'entreprise ainsi qu'à la nature, à l'échelle et à la complexité de son activité, d'autres barrières à l'information appropriées sont établies et mises en œuvre ;

d) les entreprises d'investissement elles-mêmes, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de recherche en investissements **n'acceptent pas d'incitations en provenance de personnes ayant des intérêts importants dans l'objet de la recherche en investissement** ;

e) les entreprises d'investissement elles-mêmes, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de recherche en investissements **évitent de promettre à des émetteurs une couverture favorable** dans leur recherche ;

f) **lorsqu'un projet de recherche en investissements contient une recommandation ou un objectif de prix**, ni les émetteurs, ni les personnes concernées autres que les analystes financiers, ni quelque autre personne que ce soit ne doivent être autorisés à examiner préalablement à sa diffusion ce projet dans le but de vérifier l'exactitude des données factuelles contenues dans le travail de recherche ou à toute autre fin qui ne serait pas la vérification du respect des obligations légales de l'entreprise.

(...)



AL SC

ANNEXE 2

Règlement Délégué de la directive MAR (Market Abuse Regulation)

Les articles 3 et 4 du RD MAR, indique que la recherche doit être présentée de manière que :

- Les faits soient clairement distingués des interprétations ou opinions ou toute autre information non factuelle ;
- Toutes les sources soient fiables et indiquées clairement ;
- L'ensemble des projections, prévisions et objectifs de prix soient indiqués clairement et les principales hypothèses pour les établir mentionnées ;
- La recherche communiquée pour observations à l'émetteur avant publication, soit expurgée de sa recommandation et de son objectif de prix (v. aussi ci-dessus RD MiFID 2, art. 37-2, f), et que soit indiqué si elle a été modifiée en suite de cette communication ;
- Un résumé soit inclus de toute méthode et hypothèse sous-jacente utilisée pour évaluer ou valoriser l'instrument financier ou l'émetteur ou pour fixer l'objectif de prix (y compris un résumé de toute modification éventuellement apportée à cette méthode ou à ces hypothèses) ;
- La façon de se procurer les informations sur les modèles utilisés soit précisée ;
- La signification précise de toute recommandation émise (« acheter » « vendre » ou « conserver ») soit expliquée ;
- Une référence à la fréquence prévue des mises à jour des recommandations soit indiquée ;
- La date et l'heure des prix mentionnés soient indiquées ;
- Une recommandation publiée, différente de celle précédemment émise au cours des douze derniers mois, rappelle la nature et la date de cette précédente recommandation ;
- Une liste de toutes les recommandations émises au cours des douze derniers mois soit incluse en indiquant la date, l'analyste, l'objectif de prix, le sens de la recommandation et sa période de validité.



ANNEXE 3

Synthèse des dispositions prévues par le Règlement Délégué de la directive MAR (Market Abuse Regulation)

En conformité avec l'article 5 et 6 du RD MAR, la recherche produite doit mentionner :

- ▶ Tous les intérêts et conflits d'intérêts concernant tout instrument financier ou l'émetteur objet de la recherche (y compris en tenant compte de l'appartenance éventuelle à un groupe) et, à minima, les intérêts suivants :
 - a. la détention par l'employeur de l'analyste de position longue ou courte nette dépassant 0,5% du capital de l'émetteur,
 - b. si l'émetteur détient plus de 5% de la totalité du capital de l'employeur de l'analyste,
 - c. Si l'analyste ou son employeur :
 - (i) est teneur de marché ou apporteur de liquidité ou a signé avec l'émetteur un contrat de liquidité
 - (ii) a participé à une opération financière pour le compte de l'émetteur
 - (iii) fourni à l'émetteur par ailleurs un service d'investissement
 - (iv) a signé avec l'émetteur un contrat relatif à cette recherche (ce qui est présumé le cas pour la recherche sponsorisée)

À ce titre doit être notamment déclaré tout conflit d'intérêt personnel de l'analyste vis-à-vis de l'émetteur (par exemple, si l'analyste a précédemment occupé un poste chez l'émetteur ou une entité affiliée à l'émetteur).

Par ailleurs, doivent également être mentionnés :

- ▶ Une description des dispositifs organisationnels internes et des barrières à l'information mises en place afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts.
- ▶ Si la rémunération des analystes est liée à d'autres services fournis à l'émetteur.
- ▶ La part que représentent les recommandations « acheter », « conserver » et « vendre » au cours des douze derniers mois et la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories⁷.



⁷ Étant noté que cette obligation ne s'applique qu'aux bureaux sell-side en vertu de l'article 6-3 du RD MAR.

ANNEXE 4

Article 12 de la Directive Déléguée MiFID 2

(...)

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 du paragraphe 3.

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 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.

Article 13 de la Directive Déléguée MiFID 2

1. Les États membres veillent à ce que la fourniture de travaux de recherche par des tiers aux entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou auxiliaires à des clients ne soit pas considérée comme une incitation si ces travaux sont reçus en contrepartie de l'un des éléments suivants :

a) des paiements directs issus des ressources propres de l'entreprise d'investissement ;

b) des paiements issus d'un compte de frais de recherche distinct contrôlé par l'entreprise d'investissement, pour autant que les conditions suivantes relatives au fonctionnement de ce compte soient satisfaites ;

I. le compte de frais de recherche est approvisionné par des frais de recherche spécifiques facturés au client ;

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 ;

III. l'entreprise d'investissement est responsable du compte de frais de recherche ;

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.



ANNEXE 5

Q&A ESMA35-43-349, 28 March 2019 ([lien](#))

Question 6 [Last update: 16 December 2016]

In what circumstances should material received by a firm providing independent investment advice or portfolio management services be considered a minor non-monetary benefit under Article 12(3) of the MiFID II Delegated Directive rather than research?

Answer 6:

(...)

Recital 29 also refers to Article 12(3)(b) of the MiFID II Delegated Directive. **This provides that a minor non-monetary benefit can include “written material from a third party that is commissioned and paid for by a corporate issuer or potential issuer to promote a new issuance by the company... provided that the relationship is clearly disclosed in the material and that the material is made available at the same time to any investment firms wishing to receive it or to the general public”.** This exemption can allow investment firms to receive ‘pre-deal’ material directly relating to a new capital raising event by an issuer, which is produced by a third party such as another investment firm who is placing and / or underwriting the issue (often referred to as ‘connected research’), provided that the nature of the material is made clear and it is available at the same time to any prospective investor.

Article 12(3)(b) also allow investment firms to accept material from a third party where they are “contractually engaged and paid by the issuer to produce such material on an ongoing basis”, again subject to the relationship being clearly disclosed within it and the material being made available at the same time to any investment firms wishing to receive it or to the general public. This permits so-called ‘issuer sponsored’ third party coverage to be distributed and received by an investment firm as a minor non-monetary benefit, provided that it is offered generally either to any investment firm or is made public. In both cases under Article 12(3)(b) of the MiFID II Delegated Directive it is clear that there should be no expectation or actual payment from a recipient investment firm for such material or restriction in access that could in any way infer the provision of this material could act as an inducement and not constitute a ‘minor’ benefit.

Recital 30 of the MiFID II Delegated Directive finally clarifies that “any non-monetary benefit that involves a third party allocating valuable resources to the investment firm shall not be considered as minor and shall be judged to impair compliance with the investment firm’s duty to act in their client’s best interest.”

(...)



ANNEXE 6

Article 4-c de la directive du 16 février 2021

(...)

9 bis. Les États membres veillent à ce que la fourniture de recherche par des tiers à des entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires à des clients soit considérée comme remplissant les obligations prévues au paragraphe 1 si:

- a) avant la fourniture des services d'exécution ou de la recherche, un accord a été conclu entre l'entreprise d'investissement et le prestataire de recherche, précisant quelle partie des frais combinés ou des paiements conjoints pour les services d'exécution et la recherche est imputable à la recherche;
- b) l'entreprise d'investissement informe ses clients des paiements conjoints pour les services d'exécution et la recherche effectués aux prestataires tiers de recherche; et
- c) la recherche pour laquelle les frais combinés ou le paiement conjoint sont effectués concerne des émetteurs dont la capitalisation boursière, pour la période de trente-six mois précédant la fourniture de la recherche, n'a pas dépassé 1 milliard d'euros, sur la base des cotations de fin d'exercice pour les exercices où ils sont ou étaient cotés ou sur la base des capitaux propres pour les exercices où ils ne sont ou n'étaient pas cotés.

Aux fins du présent article, la "recherche" s'entend 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 de manière telle qu'ils permettent de se former une opinion sur les instruments financiers, les actifs ou les émetteurs de ce secteur ou de ce marché.

La recherche couvre également le matériel ou les services qui recommandent ou suggèrent, explicitement ou implicitement, une stratégie d'investissement et formulent un avis étayé sur la valeur ou le prix actuel(le) ou futur(e) des instruments financiers ou des actifs ou, autrement, contiennent une analyse et des éclairages originaux et formulent des conclusions sur la base d'informations existantes ou nouvelles pouvant servir à guider une stratégie d'investissement et pouvant, par leur pertinence, apporter une valeur ajoutée aux décisions prises par l'entreprise d'investissement pour le compte de clients auxquels ces travaux de recherche sont facturés.


A propos des signataires

A propos de l'AFG

L'AFG fédère les professionnels de la gestion d'actifs depuis 60 ans, au service des acteurs de l'épargne et de l'économie. Elle est la voix collective de ses membres, les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. En France, la gestion d'actifs c'est 680 sociétés de gestion, pour 4 355 Md € d'actifs sous gestion et 85 000 emplois dont 26 000 propres aux SGP.

L'AFG se mobilise pour la gestion d'actifs et sa croissance, contribue à l'émergence de solutions bénéfiques à tous les acteurs de son écosystème et s'engage dans l'intérêt de tous à favoriser le rayonnement de l'industrie, en France, en Europe et au-delà. Elle s'investit pour l'avenir.

À propos de l'AMAFI

L'AMAFI, Association française des marchés financiers, est l'organisation professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers en France, dont certains sont particulièrement investis dans l'accompagnement des *Small&Mid Caps* pour accéder aux financements de marché autorisés par la cotation et qui, à ce titre, sont des acteurs importants de l'analyse financière *sell-side*. Elle regroupe plus de 160 adhérents, entreprises d'investissement, banques, infrastructures de marché et de post-marché, cabinets d'avocats et de conseil, qui jouent un rôle crucial pour le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne. www.amafi.fr  @AMAFI_FR

A propos de la SFAF

La SFAF, **Société française des analystes financiers**, représente le métier et les entreprises de l'analyse financière et extra-financière, de crédit, du *risk management* et de l'investissement des sociétés cotées et non cotées. Elle réunit 1.200 membres. Elle œuvre à l'amélioration des techniques de l'analyse via les travaux de ses commissions et groupes thématiques. Elle contribue au développement d'une information économique et financière de qualité. Elle est aussi un Centre de formation de haut niveau, (diplôme du CIIA d'analyse financière, CEFA, certificat ESG d'analyse extra-financière – CESGA® – et cursus CIWM de gestion d'actifs). L'association représente la profession des analystes financiers et extra-financiers auprès des instances de Place et des institutions internationales. Elle est membre fondateur de l'EFFAS (association européenne des analystes financiers) et de l'ACIIA (*Association of Certified International Investment Analysts*®).

www.sfaf.com Suivez nous sur @SFAF_asso

