

Consultation de l'AMF concernant l'application sur le marché français de la réforme de l'Analyse Financière Indépendante

Observations de l'AMAFI

1. Le 23 avril dernier, l'AMF a lancé une consultation « non publique » afin d'établir un bilan de la réforme portant sur l'analyse financière indépendante (AFI) et la commission de courtage à facturation partagée (CCPs). Cette enquête s'adresse d'abord et avant tout aux intermédiaires de marché et aux sociétés de gestion mais les associations professionnelles sont également invitées à y répondre. Compte tenu de l'ampleur prise par le mécanisme des CCPs pour l'économie de ses adhérents, l'AMAFI a souhaité apporter sa contribution à l'étude menée par les services de l'AMF

Dans ce cadre, avant de répondre aux aspects du questionnaire qui sont pertinents pour elle, l'AMAFI souhaite, au préalable faire valoir certaines observations générales.

A. OBSERVATIONS GENERALES

➤ ***L'AMF doit se garder d'utiliser le terme « analyse financière indépendante » pour désigner les analystes qui ne dépendent pas d'un PSI***

2. Il y a quelques années des débats, parfois vifs, ont eu lieu sur la Place sur le positionnement de l'analyse *sell-side* par rapport à l'analyse fournie par des prestataires n'ayant pas par ailleurs d'activité d'exécution de marché, la première étant soupçonnée d'entraver le développement de la seconde. Pour remédier à cette situation, il est apparu nécessaire de distinguer dans la rémunération de l'intermédiaire de marché, à l'instar des initiatives prises en Grande-Bretagne, la part destinée à rémunérer les services d'exécution de marché d'une part, de celle rémunérant les services fondant la décision d'investissement d'autre part.

Ces débats n'ont aujourd'hui plus de raison d'être. La mise en œuvre des CCPs (*v. infra § 4*) place sur un strict plan d'égalité l'analyse *sell-side* et l'analyse dite « indépendante » puisqu'il permet à toute société de gestion de demander à l'intermédiaire qui a exécuté ses ordres de reverser à un tiers la partie de la rémunération reçue correspondant à la rémunération des services d'aides à la décision d'investissement et d'exécution, parmi lesquels les services d'analyse financière que ceux-ci soient rendus par un analyste *sell-side* ou un analyste dit « indépendant ». Les clients acquéreurs d'analyses financières ne sont donc plus désormais obligés d'acquiescer simultanément des prestations d'exécution de marché. Pour chaque nature de service, ils peuvent librement choisir leur(s) fournisseur(s) en fonction de l'appréciation qu'ils font de l'adéquation de la prestation rendue à leurs besoins et attentes. L'analyse *sell-side* est de ce point de vue exactement placée dans le même contexte que l'analyse dite « indépendante » : la qualité des services d'exécution ne pouvant plus conduire un client à devoir acheter simultanément des services d'analyse financière pour avoir accès aux premiers, cela signifie en effet que l'analyse financière n'a de débouché économique que pour autant qu'est fournie une prestation répondant à l'attente des clients.

3. Dans ce contexte, il ne peut faire de doute que l'utilisation du terme « analyse financière indépendante » pour désigner spécifiquement les personnes qui fournissent des services d'analyse financière sans proposer également des services d'exécution de marché accrédite l'idée que cette forme d'analyse serait consubstantiellement indépendante au contraire des autres. Cette position étant éminemment discutable, c'est la raison pour laquelle le règlement général n'a pas retenu cette terminologie, se contentant d'identifier les personnes concernées sous le terme d' « *analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de service d'investissement* ».

L'AMAFI est donc particulièrement attentive à ce que toute communication que pourra faire l'AMF dans le prolongement de cette enquête utilise cette terminologie, et non celle d' « analyse financière indépendante » comme le fait le document de consultation.

➤ ***L'AMAFI s'est attachée à mettre en œuvre un dispositif de CCPs opérationnel efficace et répondant à chaque type de situation.***

4. Dès l'été 2005, l'AMAFI a, en liaison avec l'AFG, lancé des travaux sur la dissociation des commissions versées lors de l'exécution d'un ordre pour distinguer entre, d'une part, la part destinée à rémunérer le service d'exécution proprement dit et, d'autre part, celle rémunérant les services d'aide à la décision d'exécution. L'engagement de cette réflexion apparaissait en effet nécessaire au regard de trois éléments :

- La prise en compte des travaux menés au Royaume-Uni sur la transparence des frais supportés par les sociétés de gestions (identification des frais de transaction et des frais de recherche), en raison de l'interconnexion économique forte existant entre la place de Londres et celle de Paris ;
- L'anticipation de la directive MIF qui allait mettre en place un principe de meilleure exécution des ordres ;
- Le rapport de l'AMF sur l'analyse financière indépendante publié en juillet 2005, et dont l'une des recommandations était la mise en place d'un mécanisme de CCPs.

Ces travaux ont abouti à la publication en juillet 2006¹ d'une Charte de bonnes pratiques, élaborée conjointement avec l'AFG. Le Règlement Général de l'AMF a quant à lui été modifié en mai 2007 pour prendre en compte ce nouveau dispositif. Dans le prolongement, des travaux ont été entrepris avec les services de la Direction de la législation fiscale pour préciser le régime fiscal applicable aux sommes rémunérant les services de recherche. Sur la base de ces travaux, l'AMAFI a publié en octobre 2008, un document complet² décrivant le fonctionnement des CCPs, quelle que soit la nationalité des intervenants (sociétés de gestion et intermédiaire de marché). De cette analyse, il résulte que le régime adopté en France est proche et compatible avec celui adopté au Royaume-Uni.

5. La Place de Paris dispose donc d'un dispositif efficace de mise en œuvre des CCPs. Ce mode de relation entre les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché est devenu particulièrement important à la suite de la mise en œuvre du principe de meilleure exécution de la directive MIF.

¹ Voir Charte AFEI-AFG définissant le cadre de rémunération par les sociétés de gestion des services fournis par les intermédiaires de marché, 17 juillet 2006. Pour une bonne compréhension du contexte dans lequel s'est située la mise en place de la Charte AFEI-AFG, on renvoie au Guide d'utilisation qui figure en annexe de celle-ci.

² Voir « Mécanisme de commission de courtage partagée – Aspect fiscaux », AMAFI / 08-42, 1er octobre 2008.

Dans ce contexte, il est important de souligner que la question des CCPs excède largement la problématique du seul financement des analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de service d'investissement. Aussi, et même si elle s'avère centrale pour la rémunération de ces derniers, l'AMAFI estime qu'il est nécessaire de dissocier ces deux aspects dont les sous-jacents et les enjeux sont de nature très différente. L'Association regrette en conséquence l'ambiguïté du questionnaire de l'AMF qui semble lier la question des CCPs à celle des analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de service d'investissement.

➤ ***La baisse des commissions payées par les sociétés de gestion est préoccupante pour la viabilité de l'activité d'intermédiation de la Place de Paris.***

6. Un des objectifs poursuivis par l'AMAFI en élaborant la Charte était de permettre de mieux apprécier la valeur des services rendus par les intermédiaires de marché aux sociétés de gestion afin qu'ils soient rémunérés à leur juste valeur. Il était dès cette époque, en effet constaté que, en France et contrairement aux pratiques observées sur les autres places financières, la pression à la baisse exercée sur les commissions versées était particulièrement importante. En mettant en place le « processus de revue » qui repose un dialogue client/fournisseur, la Charte cherchait enrayer cette spirale négative pour les intermédiaires de marché et les analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de service d'investissement bien sûr, mais aussi pour les sociétés de gestion, et plus largement pour la vitalité de la Place financière.

Force est de constater que cet objectif n'a pas été atteint, bien au contraire. Les sociétés de gestion ont utilisé le mécanisme des CCPs comme un nouveau facteur de pression à la baisse des commissions des intervenants, tant sur la partie exécution qu'analyse, et ceci sur tous les segments de la cote (du CAC 40 aux valeurs Alternext). La crise et la fusion de grandes sociétés de gestion sont sans doute pour beaucoup dans ce phénomène, mais il résulte également d'un facteur plus « culturel » où la rémunération du service n'est pas facilement acceptée, contrairement à d'autres places financières. Si cette tendance n'est pas enrayerée, la situation peut rapidement devenir préoccupante, beaucoup d'intervenants se trouvant alors incités à réallouer leurs ressources vers des clients étrangers en mesure de les rémunérer de façon satisfaisante.

7. De manière générale, l'AMAFI renvoie sur ces aspects, et les enjeux qu'ils comportent aux développements contenus dans une contribution récemment communiqué à la DGT : Analyse financière et accès au marché des petites et moyennes valeurs - Analyser les sous-jacents de la situation actuelle pour déterminer les solutions appropriées - Contribution de l'AMAFI, AMAFI / 10-07, 4 février 2010.

➤ ***La recommandation AMF relative à la production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative destinées à des épargnants individuels est totalement inadaptée à la réalité de ces opérations***

8. En mai 2007, l'AMF a publié une recommandation relative à la production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative et destinées à un public d'épargnants individuels. A ce titre, l'AMF recommande que :

- les sociétés candidates à une introduction en bourse ou préparant une augmentation de capital mettent « *en œuvre les moyens nécessaires pour susciter et faciliter la production d'analyses de sources plus variées, au-delà du syndicat de placement* » ;

- les sociétés et membres du syndicat de placement mettent « *les analyses ainsi produites à la disposition du public sous un format et dans des conditions facilement accessibles* »

Malgré le caractère non contraignant sur le plan juridique d'une « recommandation » de l'Autorité, il ne paraît pas souhaitable, de maintenir, même sous cette forme, un texte dont la finalité est difficilement compréhensible dans le cadre d'une activité, l'analyse financière, dont la finalité est marchande.

9. S'agissant tout d'abord de la mise en œuvre des moyens nécessaires pour susciter et faciliter la production d'analyses ne provenant pas seulement du syndicat de placement, il faut rappeler que conformément aux pratiques française et internationale, une réunion de présentation aux analystes est organisée après l'enregistrement par l'AMF du document de base de la société. Cette réunion est ouverte à tous les analystes, qu'ils travaillent directement ou indirectement, pour les membres du syndicat mandaté dans le cadre de l'introduction en bourse ou non³.

Si l'organisation d'une telle réunion est de nature à permettre aux analystes qui le souhaitent de publier un rapport de recherche, ni l'émetteur, ni les banques chefs de file de l'opération ne peuvent assurer que des analystes, autres que ceux liés au syndicat, établiront et publieront un rapport de recherche. Les raisons pour lesquelles les analystes des établissements non membres du syndicat ne diffusent pas de recherche peuvent être liées à plusieurs éléments. Par exemple, il peut être plus pertinent pour eux d'attendre la publication de la fourchette de prix, voire la cotation, pour publier et émettre une recommandation. Mais aussi, dans bien des cas, la société ne rentre pas dans la politique de recherche de l'établissement auquel appartient l'analyste. Dans la mesure où la publication d'une recherche implique par la suite une « obligation » de suivi, le choix de publier ou non une analyse à l'occasion d'une introduction en bourse est effectué au regard de la politique générale de recherche de chaque établissement. La société dont l'introduction est prévue peut être considérée comme trop petite, ou présente sur un secteur d'activité estimé non stratégique, ou être écartée au profit d'autres comparables dans un arbitrage sectoriel.

10. S'agissant ensuite de la mise à disposition du public des analyses produites au sein du syndicat de placement, on ne voit pas sur quelles bases l'AMF peut mettre à la charge des membres du syndicat une telle obligation. L'analyse financière est un service marchand à valeur ajoutée qui, réalisée dans le cadre du syndicat de placement, s'adresse clairement à un public professionnel, en l'occurrence les clients institutionnels. Les analyses financières produites sont donc conçues pour répondre aux attentes de cette sorte de clientèle, notamment au niveau des notions économiques, comptables et financières qui forment leur trame.

Il est évident, dans ce contexte, que transformer ces produits en des produits à destination d'une clientèle particulière demande un travail non négligeable, mais est surtout porteur de responsabilités particulières, surtout au moment où la protection du client particulier constitue un point d'attention encore renforcé pour l'AMF, et où elle engage une réflexion sur les conditions de leur indemnisation en cas de préjudice collectivement subi ... La demande de l'AMF induit ainsi en réalité une charge importante à destination des membres du syndicat qui nécessiterait d'autant plus d'être justifiée que le prospectus décrivant l'opération et visé par l'AMF et justement là pour donner toute l'information nécessaire et utile à ceux qui la souhaitent, y compris donc aux investisseurs particuliers.

³ Il est à noter que ce n'est pas le cas dans la plupart des autres pays européens où la présentation de l'émetteur peut être, et est le plus souvent, réservée aux analystes des seuls membres du syndicat.

11. En tout état de cause, il faut rappeler que les modalités de diffusion des analyses doivent être compatibles avec la pratique internationale de la *black out period*, c'est-à-dire la période d'interdiction de publication des analyses pendant l'offre qui a été instituée par la pratique afin de répondre aux exigences de la réglementation, notamment américaine. Les sociétés suivant un processus d'introduction en bourse ne peuvent s'affranchir de cette pratique dès lors que, comme c'est le cas dans la majorité des situations, elles souhaitent solliciter des investisseurs aux Etats-Unis, mais aussi dans un certain nombre de pays de tradition anglo-saxonne.

Or, clairement, la recommandation AMF va à l'encontre de cette pratique de la *black out period*.

12. L'AMAFI demande donc que cette recommandation soit revue.

B. Questions de l'AMF

✚ **D'une manière générale, quelle appréciation portez-vous sur la réforme de l'analyse financière indépendante ?**

13. L'AMAFI considère que les mesures prises par l'AMF sont appropriées mais regrette que le débat soit en permanence sous-tendu par une connotation négative au détriment de l'analyse *sell-side* (v. supra § 2 et 3).

✚ **Selon vous, quel a été l'impact de cette réforme sur le paysage français :**
(a) de la gestion d'actifs pour compte de tiers ?
(b) de l'analyse financière ?

14. La mise en œuvre des CCPs a profondément modifié les relations entre les sociétés de gestion et les intermédiaires de marché. C'est devenu le mode de relation normale entre les sociétés de gestion (au moins les plus importantes d'entre elles) et les intermédiaires de marché.

✚ **Estimez-vous que la réforme a atteint ses objectifs :**

(a) d'une plus grande transparence des frais d'intermédiation à l'égard des porteurs/actionnaires d'OPCVM et investisseurs dont le portefeuille est géré dans le cadre d'un mandat de gestion individuel ?

15. Non applicable pour l'AMAFI

(b) de développement de l'activité d'analyse financière en dehors des PSI ?

16. La mise en place des CCPs permet de rémunérer toute forme d'analyse financière dans des conditions économiques et fiscales équivalentes. Le développement de l'analyse financière ne relevant pas d'une PSI dépend donc de la capacité des acteurs à offrir une prestation répondant à l'attente des clients.

(c) d'une diversification des sources d'analyse financière utilisées par les SGP dans le cadre de leur activité ?

17. Non applicable pour l'AMAFI.

(d) d'une offre d'analyse financière plus large et diversifiée sur le marché français à l'occasion d'opérations financières de taille significative et destinées à un public d'épargnants individuels ?

18. Non applicable pour l'AMAFI

✚ Dans quelle mesure le contexte de la crise a-t-il perturbé l'application de la réforme de l'analyse financière indépendante sur le marché français ?

19. La crise financière a été l'un des facteurs contribuant à la diminution des ressources allouées par les sociétés de gestion pour rémunérer l'analyse financière, qu'elle soit rendue par un PSI ou non.

✚ Quels sont les aspects avantageux et désavantageux de la réforme française de l'analyse financière indépendante par rapport à la réforme britannique correspondante (en date de 2006) ?

20. La réforme française est compatible avec la réforme britannique. Les contacts pris par l'AMAFI avec les associations de brokers et de sociétés de gestion à Londres ont permis de vérifier que la réforme française était bien comprise par les intervenants anglais.

✚ La réforme a-t-elle impliqué des adaptations importantes concernant l'organisation et l'exercice de votre activité ? Si oui, lesquelles ? Avez-vous rencontré des difficultés particulières pour la mise en place de la réforme ? Si oui, lesquelles ?

21. La réforme des CCPs a conduit les intermédiaires de marché à modifier leurs systèmes comptables et leurs systèmes de facturation. De son côté, l'AMAFI a fait en sorte que le système de place SBI, géré par Euroclear France, soit modifié pour tenir compte de la nouvelle donne.

✚ Dans quelle mesure des ajustements seraient-ils nécessaires pour renforcer les effets de la réforme ? Lesquels ? Pour pallier quels défauts ?

22. Pour l'AMAFI, l'enjeu primordial est d'arrêter la spirale à la baisse sur les commissions versées par les sociétés de gestion si l'on veut maintenir une activité d'exécution, mais aussi d'analyse financière à Paris. L'enjeu n'est pas réglementaire mais économique.

✚ Bien que l'AMF ne soit pas compétente en matière de fiscalité, est-ce que la réforme de l'analyse financière indépendante a eu des impacts fiscaux ? Aurait-elle nécessité d'être accompagnée de dispositions fiscales particulières pour faciliter son application ? Si oui, lesquelles

23. La décision prise par la DLF de considérer comme assujetties à la TVA les services de recherche rendus dans le cadre des contrats CCPs a été mal acceptée par certains acteurs de la Place de Paris (notamment les sociétés de gestion). Elle a eu pour conséquence d'inciter les sociétés de gestion à mettre en œuvre un nouveau dispositif de récupération de TVA pour les services de recherche achetés dans une juridiction étrangère. Il en est résulté un sentiment général que le système français serait compliqué et pénalisant.

Pour autant, l'AMAFI ne partage pas cette analyse et considère que la décision de l'administration fiscale est bénéfique pour la Place de Paris pour les raisons exposées ci-dessous.

24. En l'état actuel du droit européen et des transpositions nationales britanniques et françaises, la situation peut être résumée de la façon suivante :

- Les opérations sur titres sont exonérées de TVA au Royaume-Uni comme en France mais il existe une possibilité, en France, d'opter pour la TVA (ce que 80 % des adhérents de l'AMAFI ont fait).
- L'analyse financière fournie et facturée de façon indépendante est imposable à la TVA dans tous les Etats membres de l'UE.
- L'analyse financière fournie et facturée dans le cadre de CCP est exonérée de TVA au Royaume-Uni si elle est indissociablement liée à une transaction sur titres, même si elle est facturée par une entité distincte de celle réalisant l'exécution. Elle est en revanche imposable à la TVA en France car elle n'est pas considérée par la DLF comme « spécifique et essentielle » à la prestation d'exécution d'ordres mais, conformément à la jurisprudence de la CJCE, elle est toutefois exonérée si elle est accessoire à une prestation principale d'exécution d'ordre rendue par une même entité.

Les différences de transpositions fiscales du droit communautaire actuel entre le Royaume-Uni et la France ne peuvent pas être considérées comme systématiquement pénalisantes pour la recherche française, bien au contraire. En effet, l'exonération de TVA a généralement pour contrepartie, l'absence de droits à déduction de TVA tandis que l'assujettissement à la TVA ouvre des droits à déduction alors même que les opérations assujetties peuvent ne pas supporter de TVA de façon effective en application des règles de territorialité.

Ainsi, le lieu d'établissement du prestataire peut s'avérer compétitif non pas en raison du seul régime fiscal applicable en France ou au Royaume-Uni mais surtout selon la nature et la localisation de sa clientèle (B2B ou B2C et Résidente ou Non résidente). Pour l'activité qui nous intéresse, les avantages et désavantages compétitifs actuels entre la France et le Royaume-Uni peuvent être résumés de la façon suivante :

- Vis-à-vis de la clientèle professionnelle (B2B) française.

Les prestations d'exécution acquises hors de France sont généralement plus compétitives que celles acquises en France car elles ne supportent pas la TVA. En revanche, les prestations d'analyses et de conseils acquittées au moment de la transaction par le mécanisme CCP, sont soumises à TVA dans tous les cas dès lors qu'elles sont acquises par une clientèle professionnelle française auprès d'un prestataire autre que celui chargé de l'exécution et sont généralement plus compétitives, toutes choses étant égales par ailleurs, lorsqu'elles sont rendues par un prestataire français qui a pu récupérer la « TVA d'amont » plutôt que par un prestataire britannique n'ayant pas de droit à déduction de la « TVA d'amont » sur ces prestations réputées exonérées de TVA au Royaume-Uni.

- Vis-à-vis de la clientèle professionnelle (B2B) non française.

Les prestations d'exécution comme les prestations d'analyses et de conseils acquittées au moment de la transaction par le mécanisme CCP acquises auprès de prestataires établis en France sont généralement plus compétitives que celles acquises au Royaume-Uni, car elles ne supportent pas la TVA en application des règles communautaires de territorialité tout en ouvrant droit, chez le prestataire français seulement, à la récupération de la « TVA d'amont ».

25. Dans ce cadre, l'enjeu se situe aujourd'hui d'abord sur le terrain de l'explication. L'AMF est certainement en mesure de participer utilement à l'effort pédagogique qui doit être mené.

