

PROJET DE GUIDE RELATIF A L'ANALYSE FINANCIERE Consultation de l'AMF

Réponse de l'AMAFI

1. L'AMF consulte plusieurs associations de Place sur son projet de « Guide relatif à l'analyse financière » (le Guide), qui comporte à la fois des Positions et Recommandations de sa part.

Cette initiative fait suite à une étude thématique menée par l'Autorité auprès de quelques prestataires de services d'investissement, sociétés de gestion et émetteurs, à l'issue de laquelle elle a estimé utile de clarifier ses positions sur un certain nombre de points et de rappeler les textes applicables à cette activité.

2. L'AMAFI qui se mobilise depuis longtemps pour un encadrement adapté de cette activité, composante importante de l'écosystème de Place, a examiné avec un soin tout particulier ce projet, en liaison avec ses adhérents intéressés, bureaux de recherche de taille importante ou acteurs de taille plus réduite souvent tournés vers les valeurs moyennes.

Dans ce cadre, elle a particulièrement apprécié de pouvoir discuter d'une large part de ces observations en amont avec les services de l'AMF.

Elle exprime ainsi ci-après quelques observations générales en préambule (I) ainsi que des observations spécifiques aux différentes sections du Guide (II) et des observations de forme uniquement (III).

I. OBSERVATIONS GENERALES

➤ Les éléments de contexte

3. L'AMAFI trouve très utile l'initiative ainsi prise par l'AMF dans la mesure où en clarifiant le cadre réglementaire de l'analyse, elle peut participer à créer un environnement sécurisant pour les activités d'analyse financière exercées en France. Cela est particulièrement nécessaire au regard de l'importance qu'a l'analyse financière, bien sûr pour susciter l'intérêt des apporteurs de capitaux face aux demandes de financement des apporteurs de projets que sont les entreprises, mais aussi pour un écosystème de Place vivant.

4. L'Association souhaite, dans ce cadre, souligner à titre liminaire quelques éléments qui forment la toile de fond au sein de laquelle s'inscrit l'analyse financière, sous l'angle classique de l'analyse actions qui est celui privilégié par l'AMF dans son Guide. Ces éléments éclairent un certain nombre des observations qui figurent dans la suite du présent document.

Ces éléments sont les suivants :

- a. L'analyse financière est une prestation intellectuelle à haute valeur ajoutée par laquelle un analyste, à partir d'informations publiques, cherche à comprendre les fondamentaux d'un

émetteur afin d'en dégager une analyse raisonnée en termes de perspectives d'évolution de son cours de bourse ou, plus généralement, de valorisation de ses instruments financiers, et donc de l'intérêt qu'ils présentent au regard d'entreprises comparables pour y investir ou au contraire désinvestir.

Pour les investisseurs, et même si ce n'est pas le cas de tous, l'apport de l'analyse se trouve ainsi beaucoup plus dans la force et la cohérence du raisonnement mené que la recommandation formulée. La qualité de ce raisonnement suppose un travail lourd qui repose sur une bonne connaissance de l'émetteur, mais aussi de son secteur d'activité¹. Il s'appuie sur des rencontres périodiques avec le management ainsi que sur l'actualisation permanente des données à disposition, qu'elles concernent l'émetteur lui-même où son secteur. L'analyste a également pour fonction de détecter, au profit de ses clients, et avant que le marché ne les perçoivent, les opportunités d'investissement ou de désinvestissement qui se présentent.

De manière générale, le travail de l'analyste implique :

- ✓ L'analyse détaillée des comptes (bilan, compte de résultat, cash flow) sur une période de 5 à 10 ans, couplée à une analyse prévisionnelle sur deux exercices au moins.
- ✓ Des discussions régulières avec les émetteurs pour avoir une compréhension exacte des informations publiques les concernant.
- ✓ La publication de commentaires plus ou moins détaillés à l'occasion de tous les événements (société ou sectoriel), de *previews* avant résultats et de *postviews* après résultats.
- ✓ Le contact régulier avec un certain nombre de clients investisseurs ciblés.

L'analyste ne se contente pas ainsi de consacrer quelques jours ou semaines par an afin de produire une analyse sur un émetteur avant de passer à un autre : il doit au contraire, en permanence, comprendre et anticiper les facteurs économiques, financiers et stratégiques des valeurs qu'il suit pour, en cas de modification de l'environnement, être en mesure d'informer ses clients en conséquence². En tout état de cause, la crédibilité d'un analyste ou d'une équipe d'analystes ne se construit pas sur le résultat ponctuel que constitue la production d'une « bonne » analyse mais sur la reconnaissance de la qualité de son suivi d'une valeur ou d'un secteur dans la durée et de sa capacité à permettre à ses clients de saisir les opportunités décelées.

- b.** En tant que prestation intellectuelle à haute valeur ajoutée, l'analyse financière est un service marchand rémunéré par les investisseurs en fonction de la valeur qu'ils estiment créée à leur profit³. Corrélativement, les fournisseurs d'analyse financière allouent cette prestation, en priorité, voire exclusivement, aux clients qui la valorisent dans des conditions suffisamment satisfaisantes de leur point de vue.

Il n'y a en tout état de cause pas de droit, par principe, à la prestation d'analyse financière, ni de droit créé du seul fait qu'une rémunération est susceptible d'être versée, sans considération de son niveau réel.

- c.** La plupart des investisseurs institutionnels, et en tous cas tous ceux d'une certaine taille, ont simultanément accès à plusieurs sources d'analyses financières⁴, leur permettant ainsi de confronter les raisonnements menés pour étayer leurs propres décisions d'investissement, voire leur propre recherche (analyse *buy-side*).

¹ L'un des enjeux du recrutement des analystes est d'ailleurs de recruter des personnes qui ont une connaissance opérationnelle du secteur qu'ils vont suivre.

² De ce point de vue, pour réaliser une prestation d'une qualité suffisante pour retenir l'attention des investisseurs institutionnels, un analyste ne peut pas raisonnablement envisager de suivre plus de 10 à 15 valeurs.

³ Via le processus de *broker review*.

⁴ Pour autant qu'elles existent, sachant que le nombre d'analystes suivant une même valeur décroît en fonction de sa capitalisation et des volumes qu'elle représente.

Il est néanmoins vrai que le consensus de marché reconnaît sur certaines valeurs et certains secteurs, une pertinence particulière à un ou quelques analystes, dont l'opinion acquiert de ce fait un poids plus marqué par rapport à leurs confrères.

- d. Comme le montrent les travaux menés sur la Place depuis plusieurs années, l'analyse financière est un enjeu important pour les émetteurs car c'est notamment au travers du travail mené par les analystes qu'ils peuvent capter l'attention des investisseurs, susciter des flux et de la liquidité sur le marché secondaire de leurs titres, et ainsi se mettre en situation de lever au meilleur coût lorsqu'ils le souhaiteront, de nouveaux financements.

De ce fait, tout émetteur est disposé à accorder une attention d'autant plus grande aux requêtes provenant d'un analyste donné que celui-ci est reconnu comme en mesure d'influer sur le comportement des investisseurs. Notamment, et sous réserve évidemment des règles en matière d'abus de marché qui s'imposent tant à l'analyste qu'à l'émetteur, ce dernier a donc un intérêt fort à ce que toute l'information disponible le concernant soit aussi correctement que possible analysée et hiérarchisée par l'analyste.

- e. Dans le cadre général d'un écosystème de marché en affaiblissement constant et préoccupant, les capacités d'analyse financière présentes sur la Place de Paris sont elles aussi en réduction très fortes. Les investisseurs se situent aujourd'hui dans une perspective régionale, voire mondiale, où l'Europe constitue une seule et même zone d'investissement. L'analyste doit donc être capable de suivre les valeurs d'un même secteur au sein de cette zone, et des différents pays qui la constituent.

En termes de localisation d'un bureau d'analyse, la France, de par la force de ses grandes entreprises, présente des atouts certains. Mais Londres en présente aussi, peut-être plus importants puisque c'est, non seulement la place de marché de référence d'Europe, mais aussi celle où sont établis tous les grands investisseurs internationaux, qui sont également ceux qui génèrent le plus de volumes de transactions et qui reconnaissent le plus, au travers de la rémunération qu'ils versent, la valeur ajoutée apportée par l'analyse financière.

La réalité aujourd'hui est que la plupart des analystes qui suivent les valeurs françaises sont établis à Londres, même si des exceptions notables subsistent. L'enjeu immédiat pour l'activité d'analyse financière en France réside ainsi dans le maintien d'une capacité d'analyse des valeurs moyennes, celles-ci ne générant pas suffisamment de flux pour intéresser les grands bureaux de recherche installés à l'étranger⁵.

Dégrader l'environnement dans lequel cette analyse est aujourd'hui produite, par exemple en la dévalorisant en ne lui reconnaissant pas le statut d'analyse financière, ou en introduisant ou en augmentant le risque réglementaire qui y est attaché, c'est affaiblir ces activités. Et cela au moment même où la question du financement des PME-ETI étant particulièrement pressante, l'analyse financière sur les valeurs moyennes devrait être pérennisée, sinon renforcée. On peut rappeler à cet égard que les compartiments B et C d'Euronext représentent 81% des émetteurs cotés. Il est donc essentiel que l'approche adoptée par l'AMF dans ce Guide soit à la mesure de ces enjeux, en cohérence d'ailleurs avec la volonté qu'elle affiche au travers de son Plan stratégique⁶.

⁵ Car souvent ces valeurs ne sont même pas sur « l'écran radar » de leurs clients investisseurs internationaux, qui agissent dans une perspective paneuropéenne.

⁶ « L'AMF doit être vigilante quant à l'impact de son action et de la réglementation sur la localisation des activités financières », « 3ème axe : agir pour le financement de l'économie. Les résultats que nous attendons de cet axe stratégique : une dynamique favorable aux entreprises de taille intermédiaire », extraits du Plan stratégique de l'AMF 2013-2016.

➤ Sur l'analyse financière relative aux valeurs moyennes et les communications à caractère promotionnel

5. Le Guide indique, sous forme de Recommandation, que la recommandation d'investissement doit prendre la forme d'une communication à caractère promotionnel lorsque les conflits d'intérêts entre l'établissement, l'analyste financier et l'émetteur sont si importants qu'il est trop difficile, ou même impossible, de les gérer avec les procédures et les mesures habituelles (*Guide, 1.3*).

L'AMAFI comprend des discussions intervenues avec les services de l'AMF que l'Autorité estime que, dans certaines situations minoritaires, l'établissement pourrait difficilement produire une analyse financière qui ne soit pas teintée par la relation de dépendance qui existe avec l'émetteur, et que cette situation de conflit d'intérêts ne pourrait être résolue par le respect des obligations applicables en termes de barrières à l'information et de transparence. L'effet en serait que le destinataire de l'analyse financière ne pourrait avoir pleinement conscience de cette situation particulière et des conséquences qu'elle est susceptible d'emporter. L'exemple a été donné oralement de petits bureaux d'analyse très dépendants financièrement de leurs relations avec quelques émetteurs.

6. Sur le plan du principe, l'AMAFI considère qu'un tel raisonnement va à l'encontre des règles instaurées par la Directive MIF et transposées en France qui, en matière de conflit d'intérêts, consistent à imposer des règles d'organisation particulières au sein des établissements et à exiger d'eux, via des dispositions détaillées, une transparence sur les conflits qui ne pouvant être prévenus, subsistent.

Appliqué au cas de l'analyse financière, il en découle que, nonobstant l'existence de conflits d'intérêts, il est malgré tout possible de produire des analyses sérieuses, apportant une valeur ajoutée aux investisseurs.

7. Par ailleurs, la distinction entre analyse financière et communications à caractère promotionnel (*RG AMF, art. 313-25*) repose sur des critères établis par la loi assis sur la manière dont les travaux ou informations sont présentés⁷. L'AMAFI considère ainsi tout à fait légitime que l'AMF intervienne pour sanctionner un établissement qui présenterait ses travaux comme de l'analyse financière alors qu'ils ne reposent pas sur une analyse sérieuse : la publication de tels documents nuit en effet à l'image de l'ensemble des professionnels qui exercent cette activité avec rigueur.

Pour l'Association, il est ainsi essentiel que les situations identifiées par l'AMF et qui sont à l'origine de la Recommandation proposée, soient traitées par des contrôles et donnent lieu, le cas échéant, à des sanctions. En revanche, il n'est pas envisageable que le constat de quelques situations de manquement conduise à établir une doctrine dont les conséquences seraient bien plus larges, notamment parce qu'il ne paraît pas possible de caractériser les situations visées par l'AMF de manière suffisamment précise, de sorte que la Recommandation viendrait fragiliser le cadre réglementaire français.

8. En effet, la Recommandation, telle que formulée dans le projet, ne fixe pas de critères permettant d'identifier les situations visées, de telle sorte que peuvent être couvertes celles, très nombreuses, dans lesquelles l'analyse financière est rémunérée ou cofinancée par l'émetteur⁸.

⁷ « Ces travaux ou informations sont désignés ou décrits par l'expression : " recherche en investissements " ou : " analyse financière ", ou sont autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation » (*Comofi, art. L. 544-1*).

⁸ Par exemple, l'illustration fournie dans le Guide portant sur l'« introduction en bourse d'une société de petite taille qui n'est suivie que par un seul bureau de recherche » n'est pas suffisante pour caractériser la situation visée par l'AMF. Elle pourrait même viser la situation courante dans laquelle, s'agissant des sociétés de taille moyenne, le PSI introducteur produit également l'analyse financière de la société, ce qui n'est évidemment pas souhaitable. Dans cette situation en effet, les flux de transactions potentielles sur les titres des sociétés concernées ne sont pas suffisants pour que ces dernières soient suivies par plusieurs analystes, puisque les investisseurs concernés ne sont alors pas en mesure de rémunérer la prestation à hauteur de ce qui est nécessaire pour assurer sa viabilité économique.

Entreraient ainsi dans le champ de cette Recommandation, et de manière sans doute non souhaitée au regard des réflexions précédentes de l'Autorité sur ce point, « l'analyse financière indépendante » au sens de la Charte de l'analyse financière des PME et ETI cotées⁹ ainsi que l'analyse financière aujourd'hui produite sur les valeurs moyennes en dehors du cadre posé par la Charte, souvent rémunérée en partie au moins par l'émetteur lui-même¹⁰. Cette Recommandation remettrait alors en cause le modèle même de l'analyse financière pour les émetteurs de taille moyenne car elle conduirait à devoir présenter ces analyses comme des « communications à caractère promotionnel » (Guide, § 1.2), ce qu'elles ne sont pas.

9. En considération des éléments rappelés en préambule (v. supra § 3 e), **l'AMAFI estime donc que la Recommandation 1.3 devrait être supprimée.**

➤ **Sur la lisibilité des dispositions applicables à l'analyse financière dans le Règlement général de l'AMF (RG AMF)**

10. Les dispositions relatives à l'analyse financière sont dispersées au sein du RG AMF, à travers plusieurs livres, de sorte qu'il est difficile de les identifier aisément. En outre, elles sont sources d'ambiguïtés dans un certain nombre de cas, notamment parce qu'elles s'appuient sur des notions qui ne sont pas toutes clairement différenciées et articulées : recommandations d'investissement, recommandations d'investissement à caractère général, analyse financière, recherche en investissement, communications à caractère promotionnel ...

Il en résulte qu'il n'est pas toujours aisé pour les établissements d'identifier à quel type de recommandation correspond un document d'analyse financière qu'ils produisent et de déterminer les dispositions applicables à chaque type de recommandation. Par exemple :

- L'article 313-28 du RG AMF qui, textuellement, vise la recommandation d'investissement à caractère général mentionnée à l'article 313-25, semble ne s'appliquer en réalité qu'au 2° de cet article, c'est-à-dire aux communications à caractère promotionnel.
- L'article 315-1 du RG AMF semble considérer que les analyses financières ne constituent pas des recommandations d'investissement à caractère général, ce qui est incohérent avec l'articulation proposée à l'article 313-25¹¹.
- La communication à caractère promotionnelle n'est pas définie, ce qui conduit à la caractériser en creux comme une recommandation d'investissement au sens du 1 de l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier, non conforme à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier (RG AMF, art. 313-25). A cet égard d'ailleurs, dénommer ce type de recommandation « communication à caractère promotionnelle » paraît plutôt mal venu.

11. L'AMF a bien identifié cette problématique puisque l'un des objectifs du Guide est de rappeler les textes applicables à cette activité et qu'elle propose une définition de l'analyse financière (Guide, 1.1) ainsi qu'un tableau de synthèse des dispositions qui lui sont liées dans le RG AMF (Guide, p. 3).

⁹ En effet, par cette Charte, l'émetteur concerné s'engage à « participer au financement de l'analyse financière dont il souhaite faire l'objet pour une quote-part égale à un tiers du coût de l'analyse annuelle ».

¹⁰ Etant entendu que le conflit d'intérêts sous-jacent est notamment géré par l'indication explicite, dans les documents d'analyse, de l'existence d'une rémunération du PSI par l'émetteur, voire des différentes prestations fournies par le PSI à cet émetteur, le cas échéant. Il n'y a donc pas d'ambiguïté possible du point de vue du destinataire de l'analyse financière.

¹¹ « Une recommandation d'investissement à caractère général constitue (...) soit une analyse financière ou une recherche en investissement lorsqu'elle est conforme à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier ci-après dénommée « analyse financière », soumise aux dispositions des articles 313-26 et 313-27 (...) » (RG AMF, art. 313-25).

Toutefois, l'AMAFI souhaite insister sur la forte utilité qu'il y aurait à entreprendre un toilettage de ces dispositions dans le RG AMF lui-même.

12. Enfin, l'Association souhaite signaler qu'il manque dans le tableau proposé, les articles 223-10-1, et 315-13 du RG AMF et l'instruction AMF n° 2007-01 relative aux cartes professionnelles, ainsi que les articles L. 544-2 et L. 544-3 du Comofi.

➤ **Sur le champ d'application des dispositions du RG AMF relatives à l'analyse financière**

13. Les dispositions du RG AMF en matière d'analyse financière soulèvent des interrogations en ce qui concerne leur champ d'application territorial. Cela est vrai aussi bien pour les activités d'analyse financière sur des valeurs françaises exercées depuis un autre pays de l'EEE, que pour celles exercées en France par des succursales de sociétés étrangères ou encore pour celles exercées par des établissements agréés en France mais dans des succursales implantées dans d'autres Etats de l'EEE. Sur ce dernier point en particulier, on note en effet qu'alors que la Directive MIF a organisé les compétences de l'Etat d'origine et de l'Etat d'accueil en matière de règles d'organisation et de règles de conduite, les dispositions relatives à l'analyse financière ne relèvent pas toutes des règles d'organisation.

En lien avec l'objectif de clarification poursuivi, il paraît ainsi nécessaire d'insérer dans le Guide une section sur le champ d'application des dispositions liées à l'analyse financière rappelées dans le tableau de synthèse. S'agissant des Recommandations et Positions contenues dans le Guide lui-même, une telle clarification de leur champ d'application serait également bienvenue.

14. Une clarification de cette nature constitue un enjeu fort en termes de localisation de capacités d'analyse financière en France. Alors que Londres disposent déjà de beaucoup d'atouts (*v. supra* § 3e), il faut éviter d'y ajouter l'incertitude du cadre juridique français.

➤ **Sur le calendrier de production de cette doctrine**

15. Au cours des discussions qu'elle a pu avoir avec les services de l'AMF, l'AMAFI a constaté qu'un certain nombre de sujets nécessitaient d'être examinés davantage, voire même que certains sujets non traités dans le projet pouvaient nécessiter d'y être inclus.

Eu égard aux enjeux de l'activité d'analyse financière qu'elle a rappelés, l'Association souhaite donc que le temps nécessaire soit laissé afin que ces différents points puissent être traités en profondeur. Elle considère qu'une validation trop rapide par l'AMF du document proposé (et éventuellement modifié) serait d'autant moins appropriée que le sujet ne revêt aucune urgence particulière, n'étant motivé par aucun changement du cadre juridique existant.

16. L'AMAFI souhaite donc que ce sujet puisse être traité en toute sérénité cet été pour une publication à l'automne.

II. OBSERVATIONS SPECIFIQUES

▪ 1.2., dernier paragraphe

17. Il est indiqué que la diffusion d'une analyse, sans indication préalable de la position éventuellement prise pour compte propre par le PSI sur la valeur concernée, pourrait être caractérisée comme un abus de marché au titre de l'article 632-1 du RG AMF. Après discussion avec les services de l'AMF, il apparaît qu'il s'agit ici de viser les personnes physiques qui diffusent sur Internet des opinions sur une valeur alors qu'elles détiennent par ailleurs une position sur celle-ci.

L'objectif pour l'AMF est de demander à ces personnes de rendre public leurs positions sur la valeur concernée en s'appuyant sur cet article du RG AMF qui impose de rendre public « *le conflit d'intérêts existant* » au risque sinon, si un profit en a été tiré, que ce comportement relève de la diffusion d'une fausse information.

18. L'AMAFI comprend donc qu'il s'agit d'imposer à d'autres personnes que les PSI la mise en œuvre d'un dispositif de publication de leurs positions en compte propre, étant rappelé que pour ces derniers une telle obligation serait inappropriée pour les raisons suivantes :

- Cela ne serait pas réalisable en pratique car ces positions sont en constante évolution et d'une « durée de vie » très courte,
- Cela s'ajouterait sans justification à l'obligation déjà existante qui impose la publication des participations¹²,
- Cela ignorerait les dispositifs de barrières à l'information entre les métiers en supposant une absence d'étanchéité entre les activités pour compte propre et les activités pour compte de tiers de l'établissement.

19. En conclusion et alors que, d'un point de vue formel, cette disposition ne relève pas des communications à caractère promotionnel (elle concerne toute recommandation d'investissement) mais a plutôt trait aux conflits d'intérêts, l'AMAFI suggère de déplacer cette mention au § 3 du Guide, en l'identifiant comme une Recommandation puisqu'il s'agit d'une interprétation de l'article 632-1 du RG AMF, et en la modifiant de la façon suivante¹³ :

« L'article 632-1 alinéa 2 du règlement général de l'AMF indique que le fait de diffuser un avis sur un instrument financier admis sur un marché réglementé et de tirer profit de la situation qui en résulte constitue la diffusion d'une fausse information lorsque celui qui le diffuse a pris au préalable des positions sur cet instrument sans avoir rendu public le conflit d'intérêts existant. L'AMF considère que, s'agissant des personnes non PSI diffusant de tels avis, par exemple sur Internet, celles-ci doivent, le cas échéant, rendre public le conflit d'intérêts existant en mentionnant qu'elles détiennent une position sur l'instrument financier concerné. »

¹² « La recommandation diffusée mentionne clairement et d'une façon bien visible les informations suivantes sur les intérêts et conflits d'intérêts du prestataire de services d'investissement :

1° Les participations importantes existant entre le prestataire de services d'investissement ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part, au moins dans les cas suivants :

a) Le prestataire de services d'investissement ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur ;

b) L'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis du prestataire de services d'investissement ou de toute personne morale qui lui est liée » (RG AMF, art. 315-7)

¹³ Le tableau ci-dessous et ceux insérés dans la suite du document présentent dans leur première partie le texte tel qu'il apparaîtrait après modification, et dans leur deuxième partie, les suppressions sous forme de texte barré et les ajouts sous forme de texte en gras souligné.

~~« Il est aussi rappelé que la diffusion d'un avis sur une valeur cotée, sans indiquer simultanément la position prise pour compte propre préalablement sur cette même valeur, est susceptible de constituer un manquement fondé sur l'article 632-1 alinéa 2 du règlement général de l'AMF »~~

Remarque : la notion de « valeur cotée » utilisée dans le document nécessite d'être précisée, surtout dans le contexte à venir, créé par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires, d'une extension du champ des dispositions relatives aux Abus de marché au-delà des seuls instruments financiers admis sur un marché réglementé.

▪ **Section 2.1.**

20. La Position vise les analystes crédit et non les analyses produites par ceux-ci : affirmer que les dispositions du règlement général de l'AMF sur l'analyse financière s'appliquent aux analystes et non à leurs activités, suscite un doute sur le type de règles visées.

L'AMAFI comprend de ses discussions avec les services de l'AMF que l'ensemble des règles seraient en réalité concernées et non celles applicables uniquement aux analystes. Mais alors, s'agissant de l'analyse crédit, il conviendrait d'introduire une flexibilité concernant les règles relatives au suivi des recommandations, qui ne peuvent être appliquées intégralement telles que prévues, dans la mesure où elles ont été conçues au départ pour des analyses actions et ne peuvent être répliquées à l'identique pour des analyses crédit¹⁴.

L'AMAFI propose donc de modifier cette Position de la façon suivante :

« **Position :**
Il convient d'appliquer aux analyses crédit qui constituent des recommandations d'investissement les dispositions du règlement général de l'AMF sur l'analyse financière en adaptant aux particularités de ce type d'analyse les dispositions des articles 315-3 et 315-9. »

« Position :
Il convient d'appliquer aux analystes crédit qui diffusent **constituent** des recommandations d'investissement les dispositions du règlement général de l'AMF sur l'analyse financière **en adaptant aux particularités de ce type d'analyse les dispositions des articles 315-3 et 315-9.** »

21. Par ailleurs, l'activité des analystes quantitatifs n'étant pas définie ici et recouvrant manifestement des réalités différentes selon les établissements, il serait sans doute préférable d'écrire :

« **Le dispositif réglementaire de l'analyse financière doit aussi être appliqué à l'activité des analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur des titres de capital ou de créance (arbitrages entre valeurs d'un même secteur, par exemple) ».**

¹⁴ V. RG AMF, art. 315-3 et 315-9.

« Le dispositif réglementaire de l'analyse financière doit aussi être appliqué à l'activité des analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur des titres de capital ou de créance (arbitrages entre valeurs d'un même secteur, par exemple) ».

▪ **Section 2.2.**

22. L'AMAFI est favorable à la Recommandation concernant les stratégestes et économistes et à l'utilisation du critère du lien avec l'émetteur.

23. Le dernier paragraphe de cette section, précise que le *corporate access* « est soumis aux règles générales d'organisation et de conduite, en particulier celles relatives aux conflits d'intérêts et aux transactions personnelles, mais, faute d'être impliqué dans les processus de production et de diffusion des recommandations, (...) n'est pas concerné par le dispositif réglementaire applicable à la production et la diffusion des recommandations à caractère général diffusées par un prestataire de services d'investissement ».

Le *corporate access* ne constituant pas stricto sensu un service d'investissement ou un service connexe régi par la Directive MIF, ce paragraphe devrait être identifié comme une Position car ce qui y est dit ne découle pas naturellement des textes existants. En outre, et afin d'éviter toute distorsion concurrentielle au détriment de l'écosystème de Place, l'AMF devrait en tout état de cause s'attacher à ce que ce sujet soit également traité au niveau d'ESMA en vue de fixer une interprétation commune des régulateurs européens sur ce point.

24. Par ailleurs, l'AMAFI souhaite souligner que la présomption de conflit d'intérêts qui pèse sur le *corporate access* lui semble quelque peu exagérée dans la mesure où la recherche de bonnes relations avec les émetteurs est inhérente au positionnement des analystes financiers qui, afin de délivrer une analyse financière pertinente, ont besoin d'un accès aux émetteurs pour affiner leur compréhension des informations que ceux-ci fournissent au marché (*v. supra § 3d*).

▪ **Section 2.4.**

25. Il serait utile que cette section, consacrée au périmètre d'application de l'obligation de disposer d'une carte professionnelle, traite des analystes crédit et quantitatifs, des stratégestes et économistes et des analystes *buy-side*, évoqués aux sections 2.1, 2.2 et 2.3.

▪ **Section 3.1., Position**

26. Il est demandé aux établissements de petite taille n'ayant pas mis en œuvre la séparation physique des équipes d'analystes de démontrer que celle-ci n'est pas possible. Cette demande paraît quelque peu excessive dès lors que le PSI doit également démontrer que « des mesures alternatives efficaces sont mises en place, comme la possibilité d'isolement temporaire des analystes, la séparation des photocopieurs, et une politique de « clear desk ».

L'AMAFI comprend que l'AMF souhaite que le PSI puisse justifier de son choix mais elle souhaite faire valoir que ce choix ne repose pas uniquement sur des aspects matériels : il peut également être guidé par la recherche d'efficacité. Par exemple, s'il paraît presque toujours possible d'entourer le bureau d'une personne d'une paroi de verre, on sait en pratique que cette seule disposition est loin d'apporter la

sécurité que confèrent des règles et des contrôles adéquats (y compris des contrôles des transactions réalisées par l'établissement en amont de la publication d'une analyse).

27. L'AMAFI propose donc de modifier la Position de la façon suivante :

« En vertu de ce principe, pour des établissements de petite taille, l'AMF accepte que les équipes partagent les mêmes bureaux à condition que l'établissement soit en mesure de justifier de son choix de ne pas mettre en place la séparation physique et établisse que des mesures alternatives efficaces sont mises en place, comme la possibilité d'isolement temporaire des analystes, la séparation des photocopieurs, et une politique de « clear desk ». »

« En vertu de ce principe, pour des établissements de petite taille, l'AMF accepte que les équipes partagent les mêmes bureaux à condition que l'établissement **démontre soit en mesure de justifier de son choix de ne pas mettre en place la séparation physique et établisse** ~~que la séparation physique n'est pas possible, et~~ que des mesures alternatives efficaces sont mises en place, comme la possibilité d'isolement temporaire des analystes, la séparation des photocopieurs, et une politique de « clear desk ». »

▪ **Section 3.2., Recommandation**

28. Cette Recommandation interdit à un analyste financier la détention de tout titre coté hors OPCVM et mandat de gestion discrétionnaire. Si beaucoup peuvent considérer qu'elle va dans un sens moralement justifié, ce que l'AMAFI ne conteste pas, cette justification morale ne doit pas néanmoins conduire à ignorer les fortes contraintes juridiques qui seraient attachées à une telle Recommandation et la distorsion qu'elle introduirait.

29. Ainsi, sur le premier point, l'AMAFI observe qu'une telle interdiction manque de base légale, la loi, en application de la Directive MIF, n'ayant pas prévu de dispositif d'interdiction. Cette absence est d'autant plus préjudiciable que la mise en œuvre d'un dispositif si contraignant personnellement pour les analystes financiers, ne peut reposer, du point de vue du droit social et du respect des droits des salariés, sur une simple Recommandation de l'AMF.

Par ailleurs, l'AMAFI note que cette disposition :

- va plus loin que le Code de déontologie de la SFAF sur ce sujet, qui limite cette interdiction aux titres, cotés ou non, au suivi duquel l'analyste participe¹⁵ ;
- ne considère pas les dispositifs de pré-approbation que certains établissements utilisent avec succès pour gérer les conflits d'intérêts potentiels (parfois couplés avec une interdiction générale en période d'élaboration d'une analyse).

30. En tout état de cause, l'AMAFI note que l'AMF prendrait ainsi sur ce sujet une position unilatérale, non partagée collectivement au niveau européen. Elle introduirait ainsi une spécificité française qui n'est pas de nature à conforter la localisation de l'analyse financière en France, de façon d'autant plus préjudiciable que les bénéfices qui en résulteraient ne sont pas réellement analysés au regard de leurs inconvénients.

¹⁵ « Le membre de la SFAF ne peut prendre aucune position personnelle directement ou par personne interposée sur les titres, qu'ils soient cotés ou non, au suivi desquels il participe dans les professions utilisant les techniques d'analyse financière » (Code de déontologie, SFAF, 25 septembre 2008, § 5.2).

L'AMAFI souhaite donc qu'avant d'agir au niveau national, l'AMF entreprenne une action au niveau européen sur ce sujet, pour qu'une décision collective en résulte, par exemple dans le cadre de la révision de la Directive MIF.

31. Si l'AMF décidait néanmoins de conserver cette Recommandation, il serait alors nécessaire qu'elle considère, non seulement les contraintes existantes en matière de droit social, mais également les modalités de mise en conformité s'agissant des titres actuellement détenus par des analystes financiers au regard d'un délai qui doit nécessairement prendre en compte la situation particulière des marchés pour limiter un éventuel préjudice. La Recommandation pourrait alors être modifiée de la façon suivante :

« **Recommandation :**

L'AMF recommande que, sans préjudice de l'issue de leurs éventuelles consultations avec les instances représentatives du personnel, les établissements cherchent à mettre en place des dispositifs internes interdisant aux analystes la détention de titres cotés autrement que dans le cadre d'un instrument de placement collectif ou dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Ces dispositifs prévoient les conditions dans lesquelles peuvent être cédés les titres cotés détenus avant leur mise en œuvre.»

« **Recommandation :**

L'AMF recommande que, sans préjudice de l'issue de leurs éventuelles consultations avec les instances représentatives du personnel, il est recommandé aux établissements de chercher à mettre en place des dispositifs internes, ne pas autoriser les interdisant aux analystes à détenir la détention de titres cotés autrement que dans le cadre d'un instrument de placement collectif ou dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Ces dispositifs prévoient les conditions dans lesquelles peuvent être cédés les titres cotés détenus avant leur mise en œuvre.»

▪ **Section 3.3.1.**

32. Il est écrit qu' « *il n'est pas acceptable qu'un émetteur écarte des analystes financiers de certaines réunions, qui doivent s'adresser à l'ensemble de la population d'analystes, notamment aux analystes crédit* ». Les réunions visées ici doivent être précisées car, au-delà même des problèmes de gestion matérielle que cela peut poser, l'ouverture par un émetteur de « ses réunions » à toute la population d'analystes n'est pas neutre en termes de maîtrise de l'information. Il ne peut exister ici d'incertitude.

En outre, cette formulation est étonnante dans la mesure où elle ne constitue ni une Recommandation, ni une Position. Il conviendrait donc d'explicitier davantage la position de l'AMF sur ce sujet en précisant particulièrement l'objectif poursuivi, au regard notamment des exigences pouvant exister ailleurs dans l'Union européenne en la matière, et au regard de la création d'une éventuelle distorsion concurrentielle à l'encontre des émetteurs français.

▪ **Section 3.3.3.**

33. Il est écrit au premier paragraphe que « *l'analyste est le plus souvent rémunéré en fonction du nombre de « road shows » et autres réunions obtenus* », ce qui, en France, n'est pas exact. Les analystes sont rémunérés sur la base d'une évaluation multicritère, les road-shows et réunions obtenus n'étant souvent pas le critère prédominant. Entrent par exemple également dans cette évaluation, le marketing de la note réalisé auprès des investisseurs et le rating Extel de l'analyste.

34. Par ailleurs, si la Recommandation proposée ne pose pas de problème en pratique, l'AMAFI observe qu'il lui semble inapproprié de formuler la position de l'AMF sur ce sujet dans un document de doctrine national alors que cette pratique provient du monde anglo-saxon. Ainsi, la solution adoptée par l'AMF ici ne peut avoir de réalité que pour les analystes financiers « encartés » en France, mais sans pouvoir concerner ceux établis hors du territoire, quand bien même ils suivent des émetteurs français comme c'est fréquemment le cas (*v. supra § 3e*).

Aussi, si l'AMF considère que l'indépendance des analystes est mise à mal par cette pratique, elle devrait faire en sorte que l'ESMA se saisisse de ce point pour qu'il soit traité au niveau européen.

▪ **Section 4., 1^{er} paragraphe**

35. Il est écrit que « *dans l'élaboration des évaluations des bureaux de recherche par leurs clients, les « brokers reviews », le premier critère est l'appréciation de la relation clientèle, par l'intermédiaire du « corporate access », et non la qualité de la recherche* », ce qui n'est pas exact.

- D'une part, cette phrase pourrait laisser penser que les métiers de *corporate access* et d'analyse financière sont identiques, ce qui n'est pas le cas (pour l'un, organiser des rencontres émetteurs/investisseurs et pour l'autre, élaborer et vendre une recommandation d'investissement).
- D'autre part, s'il est vrai que le *corporate access* peut faire partie de l'appréciation par l'investisseur d'un bureau de recherche, ce n'est généralement pas le premier critère et en tout état de cause, cette affirmation définitive ne correspond pas à une réalité plus complexe.

36. L'AMAFI souhaite donc que cette phrase, qui ne fait partie ni d'une Position ni d'une Recommandation, soit supprimée.

▪ **Section 4., dernière puce de la page 11**

37. Pour l'AMAFI, la question de la fourniture éventuelle d'une recommandation personnalisée suite à la publication d'une analyse financière est très importante car l'approche que choisira l'AMF sur ce sujet est de nature à introduire un risque juridique important pour les établissements et les analystes financiers et créer une distorsion concurrentielle renforçant le mouvement de délocalisation de l'activité vers Londres.

Pour rappel, le travail d'analyste financier n'est pas un travail en chambre, de nature purement intellectuelle : l'objectif de l'analyse financière est qu'elle soit vendue aux clients et génère des revenus. Elle a une fonction commerciale en soi. La suite logique de la publication d'une note d'analyse consiste donc, pour les vendeurs comme pour les analystes financiers, à parler aux clients de cette note. Il faut d'ailleurs rappeler que les clients concernés ne sont pas des clients de détail mais des clients institutionnels qui connaissent le rôle de l'analyse financière, et dont les besoins et attentes ne sont pas ceux d'une clientèle de particuliers.

De même, l'AMAFI souhaite rappeler que le conseil en investissement est un véritable service, qui n'est pas délivré « par hasard » aux clients et qui s'inscrit dans une logique relationnelle particulière, dans laquelle le client attend de l'établissement que sa situation propre soit prise en compte dans les conseils qui lui sont délivrés.

Ainsi, laisser penser que l'AMF considérerait que la fourniture d'une recommandation personnalisée n'est pas inhabituelle dans le contexte d'une conversation avec un client institutionnel suivant la publication d'une analyse financière est très préjudiciable. Alors d'ailleurs que les analystes financiers sont déjà soucieux que les recommandations contenues dans leurs analyses soient bien comprises, il serait

malvenu d'ajouter une insécurité juridique supplémentaire lié au fait que l'AMF considérerait qu'ils peuvent fournir, à leur insu, le service de conseil en investissement.

38. S'il existe un risque qu'une recommandation personnalisée soit fournie au client, ce risque n'est pas systématique et peut être encadré. Ainsi, beaucoup d'établissements s'efforcent de le gérer notamment par une formation spécifique de leurs analystes. Il faut distinguer a priori le discours de l'analyste, forcément commercial c'est-à-dire cohérent par rapport aux activités de ses clients (par exemple, il appellera en priorité les clients qu'il sait intéressés par le secteur objet de son analyse), de la recommandation personnalisée précisément définie par la loi¹⁶.

Rappelons que la FSA, dès 2007, a apporté un confort oral aux acteurs de la Place londonienne sur le fait qu'elle ne considérerait pas a priori qu'il y avait fourniture de conseil en investissement à la clientèle professionnelle des salles de marché.

39. Il est ainsi essentiel que l'AMF reconnaisse que la conversation d'un analyste avec un client institutionnel s'inscrit dans une logique particulière, car son client est lui-même un professionnel, qui ne s'attend pas à recevoir une recommandation personnalisée et qu'en aucun cas l'analyste n'a l'intention au départ de lui fournir une telle recommandation.

Ainsi, et pour que cela ne soit pas l'un des éléments de la décision de localisation des activités d'analyse financière au détriment de Paris, l'AMF devrait réfléchir aux moyens de sécuriser les rapports en la matière entre les analystes et leurs clients institutionnels. Par exemple, en posant en principe que vis-à-vis d'eux, il est peut être acté de manière générale et a priori que toute discussion avec un analyste ne peut être interprétée comme valant recommandation personnalisée, à moins que le client n'en ait expressément exprimé le souhait.

40. Pour l'AMAFI, sauf à mettre en œuvre une telle approche, il n'y a donc pas lieu d'insérer un point particulier sur ce thème dans le Guide car une telle insertion ne pourrait être alors que de nature à fragiliser le positionnement de l'analyse financière en France. L'Association souhaite donc que ce paragraphe soit supprimé.

▪ **Section 5.1., 4^{ème} paragraphe**

41. L'AMAFI apprécie l'approche développée par l'AMF dans ces paragraphes concernant les règles de diffusion de l'analyse financière, en ce qu'elle permet une diffusion différenciée selon les clients.

Toutefois, la formulation employée pourrait laisser penser que l'AMF considère que tout client peut, s'il le souhaite, être destinataire de l'analyse financière préparée par le PSI. L'AMAFI souhaite rappeler que l'analyse financière est une activité à forte valeur ajoutée, qui exige la mobilisation de ressources expertes et qui a une forte valeur différenciante entre établissements.

S'agissant de la clientèle professionnelle, la diffusion « différenciée » évoquée peut donc comprendre une segmentation non seulement visant à ce que les informations relatives à l'analyse ne soit pas forcément les mêmes pour tous les segments de clientèle (étude complète versus résumé) mais aussi basée sur le revenu généré afin de distinguer les clients qui « paient » l'analyse et en assurent donc la rentabilité pour l'établissement. Il ne s'agit évidemment pas de réserver la diffusion à un groupe réduit de

¹⁶ « En application du 5 de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier, une recommandation est personnalisée lorsqu'elle est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel, ou de sa qualité de représentant d'un investisseur ou investisseur potentiel. Cette recommandation doit être présentée comme adaptée à cette personne, ou fondée sur l'examen de la situation propre de cette personne, et doit recommander la réalisation d'une opération » RG AMF, art. 314-43.

clients privilégiés mais d'assurer une diffusion large, à un « *grand nombre de personnes* »¹⁷, qui ne concerne néanmoins pas tous les clients afin d'assurer la pérennité de l'activité.

42. L'AMAFI propose donc de modifier ce paragraphe de la façon suivante, étant souligné :

- D'une part, qu'elle modifie également la formulation « *prestations écrites ou orales* » dans la mesure où s'agissant des PSI, le service d'analyse financière a vocation à donner lieu à la production d'un écrit ;
- D'autre part, qu'elle supprime le membre de phrase « *dont la politique de gestion des conflits d'intérêts doit définir les règles permettant de ne pas nuire aux intérêts des clients qui reçoivent l'information en dernier* » qui n'est cohérent, ni avec le principe d'un service marchand à haute valeur ajoutée, ni avec les textes européens par rapport auxquels il introduirait une distorsion concurrentielle au détriment des analystes exerçant en France.

« Il peut être envisagé de diffuser les travaux de recherche de façon différente à certaines catégories de clients si et seulement si cette diffusion respecte le principe de communication de l'information à un nombre élevé de personnes (notions de canaux de distribution et de public de l'article L. 544-1 du Comofi). Il en est ainsi pour la diffusion aux clients institutionnels avant les clients de détail ou pour la diffusion différenciée selon les catégories de clients (clients « premium » et autres clients). En particulier, il peut être envisagé d'offrir des prestations d'analyse financière plus consistantes aux clients importants, seules les informations essentielles étant alors disponibles aux autres clients. Il peut également être envisagé d'offrir le service d'analyse financière seulement à certains segments de clientèle lorsqu'est respecté le principe selon lequel il doit être destiné « aux canaux de distribution ou au public. »

« Il peut être envisagé de diffuser les travaux de recherche de façon différente à certaines catégories de clients si et seulement si les intérêts de l'ensemble des clients sont préservés cette diffusion respecte le principe de communication de l'information à un nombre élevé de personnes (notions de canaux de distribution et de public de l'article L. 544-1 du Comofi). Il en est ainsi pour la diffusion aux clients institutionnels avant les clients de détail ou pour la diffusion différenciée selon les catégories de clients (clients « premium » et autres clients), ~~dont la politique de gestion des conflits d'intérêts doit définir les règles permettant de ne pas nuire aux intérêts des clients qui reçoivent l'information en dernier.~~ En particulier, il ~~pourrait~~ **peut** être envisagé d'offrir des prestations d'analyse financière écrites ou orales plus consistantes aux clients importants, ~~à condition que les~~ seules les informations essentielles soient étant alors disponibles pour tous les aux autres clients. Il peut également être envisagé d'offrir le service d'analyse financière seulement à certains segments de clientèle lorsqu'est respecté le principe selon lequel il doit être destiné « aux canaux de distribution ou au public. »

▪ **Section 5.1., Cas 1**

43. Il semble que ce cas soit la conclusion de la description faite aux alinéas 5 et 6 de cette section (les deux derniers paragraphes de la page 12). Si tel est bien le cas, il serait utile de lier cette description à la Position ainsi exprimée, qui en forme alors la conclusion.

¹⁷ V. Position AMF n° 2008-23, section 1.2., 2^e paragraphe.

44. Sur le fond, l'AMAFI partage la Position exprimée, néanmoins elle souhaite signaler que la situation visée ne doit pas être réduite aux communications intervenant « *dans le cadre d'une réunion interne avec les vendeurs* » car ces communications peuvent aussi être réalisées par d'autres moyens (par exemple le téléphone).

Ensuite, l'Association souhaite également indiquer que s'il est vrai qu'une étude complexe est généralement communiquée la veille de sa diffusion aux vendeurs, après la clôture du marché, certaines études, qui sont publiées en fin de journée et non le matin, peuvent être communiquées le jour même, quelques heures seulement avant leur diffusion, alors que le marché est encore ouvert. L'AMAFI souhaite donc que l'AMF ne restreigne pas sa position aux communications la veille de la diffusion de l'analyse.

L'AMAFI propose ainsi la modification suivante :

« **Position : Lorsqu'une étude est complexe, il arrive qu'elle soit communiquée aux vendeurs la veille de sa diffusion, après la clôture du marché. »**

« **Position : Lorsqu'une étude est complexe, il arrive qu'elle soit communiquée aux vendeurs la veille de sa diffusion, après la clôture du marché, ~~dans le cadre d'une réunion interne avec les vendeurs~~ ou quelques heures avant sa diffusion. »**

▪ **Section 5.1., Cas 2**

45. Le Guide indique, sous forme de Position, que « les analystes d'un établissement peuvent recevoir des informations sur les opérations primaires du groupe, la veille de leur annonce officielle, après la fermeture des marchés, pour qu'ils puissent préparer leurs notes dans les meilleures conditions en vue de les publier juste après l'annonce officielle de l'opération » (Guide, § 5.1, Cas 2).

L'AMAFI estime que le texte proposé ne peut, en l'état, s'appliquer à l'ensemble des « *opérations primaires* », dans la mesure où cette appellation englobe des situations très différentes et où, pour certaines d'entre elles, la Position serait particulièrement inadaptée pour les raisons exposées ci après (v. infra § 47 et svts). Néanmoins les services de l'AMF ont depuis indiqué que, dans leur esprit, la Position énoncée dans le Cas 2 ne viserait que les opérations d'augmentation de capital au motif que ces opérations nécessitent de la part de l'analyste un travail beaucoup plus limité que celui qui donne lieu, dans les IPO, aux rapports de recherche.

46. L'AMAFI a procédé à un nouvel examen du texte proposé à la lumière de cette information et au vu la diversité des situations, comme exposé ci-après, elle en a conclu qu'il serait inapproprié de tenter de définir une Position correspondant à chacune d'entre elles. C'est pourquoi, dans les modifications de texte qu'elle propose (v. infra § 51), elle estime préférable de viser en définitive « *les opérations financières* » dans leur ensemble mais de poser le principe d'un « *délai raisonnable* » dans lequel l'information peut être communiquée aux analystes du syndicat, dans le respect des règles relatives aux barrières à l'information, ce « *délai raisonnable* » devant s'apprécier notamment au regard de l'importance et de l'utilisation qui est faite des rapports de recherche.

47. Pour l'AMAFI, il est vital que les opérations soient examinées, non au regard de l'origine des titres (augmentation de capital vs cession de titres existants) mais au regard de l'utilité de rapports de recherche et de l'utilisation qui en est faite par les établissements préparant l'opération financière.

En effet, pour ces opérations, trois types de situations existent :

- Dans la très large majorité des cas, les analystes (y compris ceux des établissements membres du syndicat) n'ont connaissance de l'opération que lorsque celle-ci est rendue publique. Le plus souvent, les analystes des membres du syndicat s'abstiennent de commenter l'opération et ne donnent jamais de recommandation de souscrire ou non. Dans ce cas de figure, la Position proposée ne trouverait pas à s'appliquer.
- Dans un nombre plus limité de cas, une note est publiée par les analystes de l'établissement après l'annonce officielle de l'opération et pour permettre la préparation de cette note dans les meilleures conditions, les informations sur l'opération sont communiquées aux analystes de l'établissement la veille de son annonce officielle, après la fermeture du marché. Ces cas qui correspondent à ce que propose la Position, ne représentent toutefois qu'une petite partie « *opérations primaires* » que le texte proposé entend viser.
- Enfin, dans un certain nombre de cas, très limités en nombre mais qui peuvent revêtir une grande importance pour certains émetteurs, les rapports de recherche sont utilisés dans le cadre de la phase marketing que constitue le PDIE (« *pre deal investor education* ») qui est indispensable au succès de l'opération : c'est le cas notamment des opérations d'IPO et de re-IPO.

48. En effet, s'agissant de ces opérations d'IPO et de re-IPO, il n'est pas inutile de rappeler que si le principe selon lequel tout émetteur doit assurer un accès égal pour tous les analystes financiers à l'information qu'il diffuse ne pose pas de problème, en revanche exiger que cet accès soit fourni à tous les analystes « *dans les mêmes délais* » est ou serait véritablement problématique : pour les opérations de re-IPO d'une part, en raison des termes actuels de l'article 223-10-1 du RG AMF et pour les opérations d'IPO d'autre part, si la Position leur était appliquée.

49. S'agissant tout d'abord des opérations de re-IPO (élargissement du flottant d'une société cotée, soit par augmentation de capital non suivie par l'actionnaire majoritaire, soit par cession d'actions par l'actionnaire majoritaire¹⁸), cette exigence, qui résulte de l'article 223-10-1 du RG AMF pour les sociétés déjà cotées, est déjà problématique dans la mesure où, comme indiqué ci-dessus, les rapports de recherche sont essentiels pour des besoins marketing. Si les analystes du (des) établissement(s) membres du syndicat bancaire de l'opération envisagée ne peuvent recevoir des informations sur l'opération que la veille de son annonce officielle après la fermeture des marchés, ils n'ont pas le temps nécessaire à la préparation de leurs rapports. En conséquence, une opération de ce type, si elle devait être réalisée en France, ne pourrait pas bénéficier d'une période de PDIE dont le rôle a déjà été mentionné. En pratique, cela signifie que cette disposition est constitutive, à l'encontre des émetteurs français, d'une distorsion concurrentielle particulièrement malvenue à un moment où la France est confrontée à la nécessité du basculement de son modèle de financement des entreprises.

50. Si, de surcroît, la Position devait être interprétée comme s'appliquant également aux opérations d'IPO (ce que l'AMAFI comprend, sur la base des discussions qu'elle a eues avec les services de l'AMF, ne pas devoir être le cas en définitive), ce même problème existerait également pour ce type d'opération et placerait les émetteurs français dans une situation très défavorable par rapport à leurs concurrents dans les autres pays de l'UE qui ne sont pas assujettis à la même règle.

En effet, la pratique européenne la plus courante en la matière consiste, au moment du dépôt auprès de l'autorité compétente du projet de prospectus, à communiquer aux analystes du syndicat, sous engagement de confidentialité, les informations leur permettant de préparer leur rapport de recherche pendant la période d'instruction du dossier par le régulateur de telle sorte que la phase de PDIE puisse

¹⁸ Du type de l'opération récente réalisée par la société luxembourgeoise RTL Group, par cession d'actions par son actionnaire majoritaire, le groupe Bertelsmann.

démarrer sur la base des rapports de recherche que les analystes des membres du syndicat sont alors en mesure de publier¹⁹ au plus tôt (usuellement environ deux semaines avant le début de l'offre).

51. Afin de permettre la réalisation en France d'opérations de « re-IPO » et d'éviter l'instauration d'une distorsion de concurrence au détriment des émetteurs français souhaitant s'introduire en bourse, l'AMAFI propose donc d'amender l'article 223-10-1 du RGAMF ainsi que le cas n° 2 du guide de l'analyse financière de la façon suivante :

▪ **Article 223-10-1 du RGAMF**

« Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais à l'information mise à la disposition des analystes financiers.

Par exception, dans le cadre de la préparation d'une opération financière, les analystes des établissements y participant, ou du groupe auquel appartiennent ces établissements, peuvent recevoir des informations relatives à ladite opération avant son annonce officielle, dans un délai raisonnable leur permettant de préparer un rapport de recherche, sous réserve du respect des règles prévues à l'article 315-15. »

- **« Cas 2 : communication aux analystes des établissements intervenant dans le cadre d'opérations financières, d'informations sur ces opérations, en amont de leur annonce officielle**

Position :

Les analystes d'un établissement intervenant dans le cadre d'une opération financière (ou du groupe auquel appartient cet établissement) peuvent recevoir des informations sur cette opération en amont de son annonce officielle dans un délai raisonnable tel qu'ils puissent préparer leurs notes dans les meilleures conditions en vue de les publier juste après l'annonce officielle de l'opération.

Cette pratique est acceptable sous réserve que soit respectée la procédure dite de « franchissement de la muraille de chine », soumise à l'autorisation du prestataire de services d'investissement et à l'information du responsable de la conformité (cf. l'article 315-15 du Règlement général de l'AMF).

Il est aussi demandé aux RCSI d'être particulièrement vigilants dès lors que l'établissement travaille sur des opérations financières, et notamment de veiller à ce que les mentions nécessaires sur les conflits d'intérêts figurent sur les publications des analystes.

Dans le cas où l'établissement détient une information privilégiée, liée à une opération, la(les) société(s) concernée(s) doi(ven)t être inscrite(s) sur la liste de surveillance prévue à l'article 315-16 3°. »

¹⁹ Etant précisé à toutes fins utiles que ces rapports, qui ne contiennent pas de recommandations d'investissement, sont en pratique remis – uniquement en version papier – exclusivement à des investisseurs professionnels et discutés avec ces investisseurs qui sont parfaitement informés, sans aucune ambiguïté possible, du cadre dans lequel ces rapports sont établis.

▪ **Article 223-10-1 du RGAMF**

~~« Tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement **mise** à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières.~~

Par exception, dans le cadre de la préparation d'une opération financière, les analystes des établissements y participant, ou du groupe auquel appartiennent ces établissements, peuvent recevoir des informations relatives à ladite opération avant son annonce officielle, dans un délai raisonnable leur permettant de préparer un rapport de recherche, sous réserve du respect des règles prévues à l'article 315-15. »

- **« Cas 2 : communication, en interne aux analystes des établissements intervenant dans le cadre d'opérations financières, d'informations sur les ces opérations primaires, en amont de leur la veille de l'annonce officielle, après la clôture du marché »**

Position :

Les analystes d'un établissement **intervenant dans le cadre d'une opération financière (ou du groupe auquel appartient cet établissement)** peuvent recevoir des informations sur **cette opération** ~~les opérations primaires du groupe, la veille de leur~~ **en amont de son** annonce officielle, ~~après la fermeture des marchés,~~ **dans un délai raisonnable tel** qu'ils puissent préparer leurs notes dans les meilleures conditions en vue de les publier juste après l'annonce officielle de l'opération.

Cette pratique est acceptable sous réserve que soit respectée la procédure dite de « franchissement de la muraille de chine », soumise à l'autorisation du prestataire de services d'investissement et à l'information du responsable de la conformité (cf. l'article 315-15 **du Règlement général de l'AMF**) ~~et que l'information privilégiée soit rendue publique par l'émetteur dans des délais très brefs (si possible dès le lendemain, sauf décalage de l'opération qui peut entraîner un allongement involontaire de la période).~~

Il est aussi demandé aux RCSI d'être particulièrement vigilants ~~sur les publications des analystes quand~~ **dès lors que** l'établissement travaille sur des opérations financières primaires, **et** notamment quand la signature du mandat n'est pas encore intervenue (très souvent l'analyste travaille en amont de la signature et l'opération ne figure pas dans **de veiller à ce que** les mentions **nécessaires** sur les conflits d'intérêts) **figurent sur les publications des analystes.**

Dans le cas où l'établissement détient une information privilégiée, liée à une opération, elle **la (les) société(s) concernée(s) doi(ven)t** être inscrite(s) sur la liste de surveillance prévue à l'article 315-16 3°.

52. Par ailleurs, l'AMAFI signale l'existence de la « Recommandation AMF relative à la production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative et destinées à un public d'épargnants individuels » du 18 mai 2007. Il semble que cette Recommandation devrait être abrogée lorsque le présent Guide sera publié.

▪ **Section 5.2., point 3**

53. Il est précisé que lorsqu'un PSI diffuse une analyse produite et déjà diffusée par un tiers, il doit uniquement indiquer son identité et le nom de l'autorité de régulation dont il relève. Il serait bon de préciser ici, comme il est fait au point 2, que cela découle du fait que « *le PSI n'est pas tenu aux dispositions sur les normes de présentation (puisque la recommandation est élaborée par un tiers qui doit les respecter)* » et qu'en conséquence, les mentions de son identité et du nom de l'autorité de régulation ne figurent alors pas sur le document d'analyse lui-même, mais sur un autre support (par exemple le courriel utilisé pour communiquer le document).

3. Si un PSI diffuse une analyse produite par un tiers (et ne la modifie pas de façon substantielle), et le producteur l'a déjà diffusée, il n'est pas tenu aux dispositions sur les normes de présentation (puisque la recommandation est élaborée par un tiers qui doit les respecter). Il doit uniquement indiquer, sur un support approprié, son identité, et le nom de l'autorité de régulation dont il relève. Dans ce cas, il n'est pas utile que le PSI mentionne ses conflits d'intérêts car il n'a pas pu influencer le sens de la recommandation puisqu'elle a déjà été publiée.

3. Si un PSI diffuse une analyse produite par un tiers (et ne la modifie pas de façon substantielle), et le producteur l'a déjà diffusée, **il n'est pas tenu aux dispositions sur les normes de présentation (puisque la recommandation est élaborée par un tiers qui doit les respecter).** Il doit uniquement indiquer, **sur un support approprié,** son identité, et le nom de l'autorité de régulation dont il relève. Dans ce cas, il n'est pas utile que le PSI mentionne ses conflits d'intérêts car il n'a pas pu influencer le sens de la recommandation puisqu'elle a déjà été publiée.

▪ **Section 6**

54. L'objectif de cette section, consacrée aux analystes ne relevant pas d'un PSI, n'est pas clair car elle ne comporte aucune Recommandation, ni Position.

III. OBSERVATIONS DE FORME

55. Il serait bon d'harmoniser le Guide s'agissant de l'utilisation des termes « bureaux de recherche » et « PSI ».

56. 1.1, 2^{ème} paragraphe : Mise en cohérence avec le paragraphe précédent qui cite les deux services connexes, analyse financière et recherche en investissement et non uniquement l'analyse financière, tous deux définis à l'article L. 544-1 du Comofi :

« L'analyse financière et la recherche en investissement sont définies à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier »

« L'analyse financière **et la recherche en investissement** est **sont** définies à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier »

57. 1.1, 4^{ème} paragraphe : explicitation de l'équivalence des deux notions, analyse financière et recherche en investissement :

« S'agissant des P.S.I, en vertu de l'article 313-25 du règlement général de l'AMF, l'analyse financière et la recherche en investissement constitue une sous-catégorie de « recommandation d'investissement » définie à l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier, dénommée « recommandation d'investissement à caractère général » dans le règlement général, l'autre catégorie étant constituée par la communication à caractère promotionnel. »

« S'agissant des P.S.I, en vertu de l'article 313-25 du règlement général de l'AMF, l'analyse financière **et la recherche en investissement** constituent une sous-catégorie de ~~« recommandation à caractère général »~~ ou « recommandation d'investissement » définie à l'article R. 621-30-1 du code monétaire et financier, **dénommée « recommandation d'investissement à caractère général » dans le règlement général**, l'autre catégorie étant constituée par les **la** communications à caractère promotionnel. »

58. 1.1, 5^{ème} paragraphe : insertion de la notion de recherche en investissement équivalente à l'analyse financière et mise en cohérence des deux phrases (soit on conserve les termes « recommandation d'investissement à caractère général », soit ceux de « recommandation d'investissement »).

« Ainsi, en vertu du 1° de l'article 313-25, pour pouvoir être considérée comme une analyse financière ou une recherche en investissement, une recommandation d'investissement à caractère général doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27. Par défaut, les communications à caractère promotionnel (cf. l'article 313-28) sont les recommandations d'investissement à caractère général qui ne peuvent être labellisées « analyse financière » faute de respecter les dispositions applicables. »

« Ainsi, en vertu du 1° de l'article 313-25, pour pouvoir être considérée comme une analyse financière **ou une recherche en investissement**, une recommandation d'investissement **à caractère général** doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27. Par défaut, les communications à caractère promotionnel (cf. l'article 313-28) sont les recommandations d'investissement à caractère général qui ne peuvent être labellisées « analyse financière » faute de respecter les dispositions applicables. »

Enfin, il est proposé d'ajouter la phrase suivante en fin de section :

« Dans la suite du document, les termes « analyse financière » sont utilisés pour désigner indifféremment l'analyse financière et la recherche en investissement. »

59. 2.1., 1^{er} paragraphe : « La réglementation ~~est en pratique~~ **a été historiquement** appliquée à l'analyse actions » semble plus correct.

60. 2.1., 3^{ème} paragraphe : « ~~Il est rappelé que~~ l'analyse crédit visée ici (ou analyse « fixed income ») consiste à »

61. 3.3.1., 2^{ème} paragraphe : « Ainsi, il n'est pas acceptable qu'un émetteur écarte des analystes financiers de certaines réunions, qui doivent s'adresser à l'ensemble de la population d'analystes, notamment aux analystes crédit. »

62. 3.3.3., Recommandation : « L'AMF recommande de ~~ne pas favoriser un rapprochement entre l'analyste et les émetteurs en limitant~~ les liens entre la détermination de la rémunération de l'analyste et le nombre de « road shows » qu'il obtient **pour** ne pas favoriser un rapprochement entre l'analyste et les émetteurs **qui pourrait nuire à son indépendance**. Afin d'éviter que l'opinion de l'analyste soit influencée par son intérêt à avoir accès à l'émetteur, il est suggéré aux établissements que le nombre de « road shows » obtenu ne soit ni le seul critère retenu dans l'appréciation du travail de l'analyste, ni le critère dominant. »

63. 4., Position : « ainsi que la fourniture d'un conseil **en investissement** dans des conditions non conformes... »

64. 5.3.1 : « D'une façon générale, les conflits d'intérêts ~~concernent~~ **peuvent naître de** toute relation significative entre l'analyste ou le PSI **d'une part**, et la société ~~cotée~~ suivie **dont les titres sont admis sur un marché réglementé, d'autre part**. »

