

La position de la SFAF sur l'évolution des règles du *Corporate access*

Le *Corporate access* est défini par le régulateur britannique comme toutes les réunions initiées indifféremment par le gestionnaire ou un intermédiaire, organisée par l'intermédiaire, avec un dirigeant opérationnel d'une entreprise cotée, y compris le chargé des Relations Investisseurs.

Le *Corporate access* contribue dans des proportions variables à l'appréciation par le gestionnaire du service reçu par l'intermédiaire. Il est rémunéré implicitement ou explicitement par un flux de commission. Ce service de *Corporate access* suscite aujourd'hui des questions car :

- MIFID prévoit que la recherche peut être rémunérée par des commissions identifiées sur transactions, mais ne précise pas si l'organisation d'une réunion avec des dirigeants peut être qualifiée de recherche.
- Le régulateur de marché britannique, le FCA, a récemment décidé que le *Corporate access*, sans effort de recherche, ne saurait être rémunéré à partir des commissions clients. Cette décision pourrait influencer les autres autorités de marché en Europe.

En effet, le FCA a décidé de préciser les modalités d'utilisation des courtages qui, selon les règles depuis 2006, doivent rémunérer l'exécution des ordres et non d'autres services, sauf par exception des services comme la recherche qui sont en rapport avec la performance de gestion, services réalisés dans l'intérêt des clients finaux. Les enquêtes menées par le FCA l'ont convaincu que les sociétés de gestion ne suivaient pas de manière appropriée l'utilité finale de ces achats de services. Autrement dit, le FCA n'a pas été convaincu par le suivi des bénéfices pour les investisseurs finaux des dépenses qui leurs sont imputées au titre du *Corporate access*. La consultation de place menée par le FCA l'a renforcé dans l'idée que les acteurs de marché ne considéraient pas que cela puisse rentrer dans le cadre admis de la 'recherche substantielle' (« substantive research »).

La nouvelle réglementation britannique entrée en application le 2 juin, **interdit donc de manière explicite de rémunérer les courtiers pour l'organisation de services de *Corporate access***¹

L'objectif de la SFAF est de faire connaître les évolutions qu'impliquent ces nouvelles dispositions pour les professionnels de l'investissement. **Le Conseil d'Administration de la SFAF a donc formulé des constats et formulé des avis autour des points suivants:**

- Cette « mise en contact » ne saurait être appréciée comme de la « recherche », bien qu'elle puisse participer de l'aide à la décision d'investissement. Elle ne saurait donc être rémunérée par des commissions. Il est à noter que dans le corpus de règles existant le régulateur français ne prend pas position
- La récente prise de position du régulateur britannique pourrait amener à terme des modifications dans les procédures internes de vote sur la recherche, le vote portant sur la recherche stricto sensu et non sur le broker ;

¹ Voir le point 11.6.8 G 4(A) du deuxième amendement du Code de Conduite, tel que rappelé dans le Policy Statement 14/7 de la FCA : <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-07.pdf>. Le régulateur britannique ne définit pas précisément ce qu'est le *Corporate access* en dehors de la mise en relation d'investisseur et du 'senior' management d'une entreprise. La définition qui semble appropriée pour la SFAF est une mise en relation lors de réunions de type « one on one » d'un investisseur et de dirigeant(s) opérationnel(s), ce qui exclut les contacts pris uniquement avec les relations investisseurs.

- Un travail d'audit par les responsables de conformité des sociétés de gestion (RCCI) sur les procédures de vote semble indispensable en vue d'identifier les activités de service offertes par les brokers et payées par des commissions qui ne relèveraient pourtant pas de la recherche ;
- L'organisation des services de *Corporate access* s'inscrit dans le cadre général des règles de marchés et la SFAF demande aux professionnels (gestionnaires, intermédiaires, émetteurs) de continuer à être vigilants pour éviter les risques liés à l'utilisation d'information potentiellement non publique ;
- Dans le Guide relatif à l'analyse financière (AMF n°2013-25), « l'AMF recommande de limiter les liens entre la détermination de la rémunération de l'analyste et le nombre de *road shows* et autres réunions qu'il obtient pour ne pas favoriser un rapprochement entre l'analyste et les émetteurs qui pourrait nuire à son indépendance ».

Ces points feront l'objet d'un suivi interne à la SFAF, par sa commission Déontologie qui aura comme objectif de participer aux évolutions proposées par les différents acteurs du marché et par l'AMF.

Les enjeux économiques

Le Conseil d'Administration de la SFAF soutient la volonté des régulateurs de redéfinir un cadre d'opération des marchés financiers fondés sur des principes clairs au bénéfice des investisseurs. Cela permet d'apporter des solutions pérennes aux dysfonctionnements qui ont marqué la crise financière.

Le *Corporate access* est un service à valeur ajoutée pour les investisseurs, mais sa rémunération est un point que les régulateurs sont en train d'étudier. Sa séparation des services de recherche 'substantielle' (selon les termes du FCA) permet de mieux définir la recherche qui est un juste emploi des commissions de courtage et ce que sont les bonnes pratiques en matière de circulation de l'information.

Les changements de modèles économiques induits par ces évolutions réglementaires devraient être graduels, les incitations et les intérêts des acteurs du marché pouvant diverger en raison de leur taille, de leur appartenance à des groupes plus ou moins diversifiés par métier et par géographie. La SFAF rappelle qu'elle est attachée au développement harmonieux du marché européen, qui repose sur la diversité des opinions et sur la profondeur de l'offre de recherche, objectif important notamment pour les petits émetteurs qui paient aujourd'hui pour obtenir un suivi de leurs titres. Il est primordial de garantir la satisfaction des obligations fiduciaires des gestionnaires et de préserver l'intégrité des marchés.

L'évolution des règles applicables au *Corporate access* s'inscrit dans un large débat portant sur le modèle économique de « l'intermédiation financière » et de la « recherche ». Celle-ci est aujourd'hui rémunérée à la fois par les fonds sous gestion (recherche *sell side* imputée à la performance) et par la société de gestion (recherche *buy side* imputée aux charges de fonctionnement). La pertinence de la recherche étant difficile à mesurer, les relations commerciales entre acheteurs et vendeurs de services de recherche peuvent dépendre d'autres variables. Il revient aux acteurs de juger de la vraie valeur de ces variables lorsque leurs coûts sont imputés aux fonds.

En partenariat avec les autres acteurs de la Place, la SFAF est et sera un acteur actif dans les efforts visant à donner à la recherche son juste poids économique dans l'intérêt des épargnants.

Le Conseil d'Administration

27 juin 2014