

# Le débat sur la recherche est relancé

Pour stimuler l'analyse des petites valeurs, les règles de transparence sur les frais sont assouplies.

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

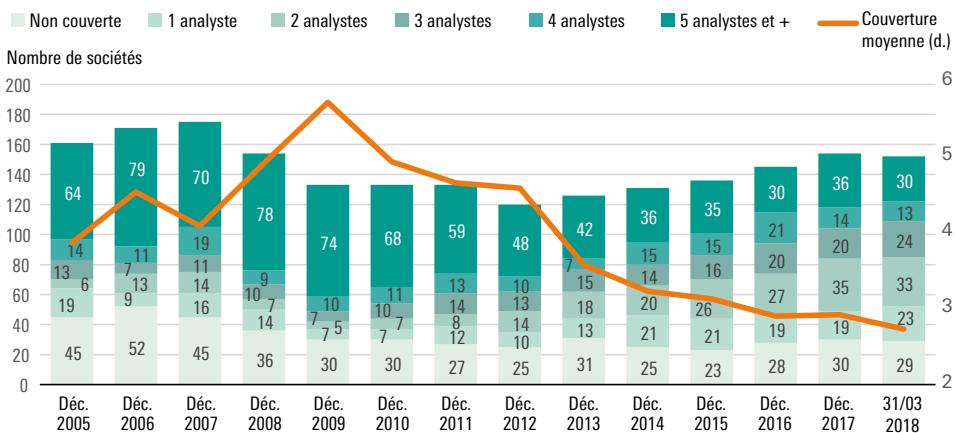
[@GarrousteFreder](#)  
[EMAIL fgarrouste@agefi.fr](mailto:fgarrouste@agefi.fr)

**V**ÉRITABLE CONCESSION OU GESTE d'apaisement, le retour en arrière de l'Europe sur le financement de la recherche est un événement ! Il représente assurément le sujet phare du « *recovery package* », train de mesures révisant MIF 2 pour stimuler les marchés d'après-crise. Précisément, la directive « quickfix » de février dernier exempte d'*unbundling* – dégroupage de la facturation de la recherche avec celle de l'exécution – les intermédiaires couvrant les valeurs d'une capitalisation inférieure à un milliard d'euros.

La règle de séparation des frais imposée par MIF 2 depuis 2018 a déclenché une baisse des revenus de la recherche, estimée à 30 % au Royaume-Uni, et les petites valeurs ont été les premières affectées (*lire ‘La parole à...’*). Pour la place de Paris, les études menées dans le cadre de MifidVision – un groupe constitué sur le sujet par la Société française des analystes financiers (Sfaf) – en 2018 et 2019 et la mission Eli-Namer - Giami de 2020 de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sont convergentes : la couverture en recherche des valeurs moyennes est en baisse depuis MIF 2 (*voir le graphique ci-dessous*).

## L'ANALYSE DES MIDCAPS S'AFFAISSE À PARTIR DE 2012

Suivi des valeurs françaises dont la capitalisation va de 150 millions à 1 milliard d'euros



« Un troisième rapport mesurant l'activité d'analyse financière en France est en préparation : le constat est que l'offre a stagné l'an dernier, sans que le Brexit ait rien changé à la situation d'insuffisance du marché de l'analyse financière », souligne Thierry Giami, président de la Sfaf.

Il n'est pas sûr pour autant que la dérogation prévue suffise à inverser la tendance. « Le seuil de 1 milliard de capitalisation ne donne pas un signal clair, soit on veut stimuler le financement par le marché et il est trop bas, soit on veut protéger les investisseurs, ce qui veut dire qu'on raisonne sur les principes et ce seuil n'a pas lieu d'être. Nous préconisons de le fixer à 5 milliards d'euros pour que cela ait un effet visible », déclare Maxime Mathon, directeur des relations externes chez Alpha Value. En outre, le couplage est limité, ne portant pas sur les obligations.

## DYNAMIQUE

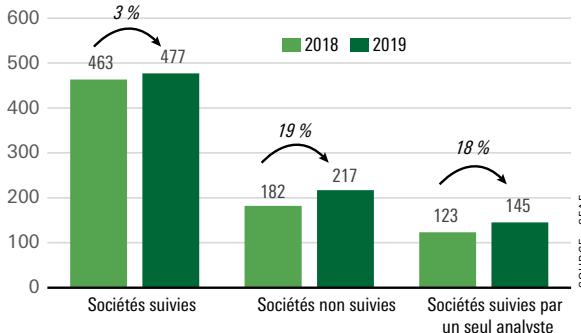
**Surtout, la mise en œuvre** va être compliquée pour le courtier : il doit informer son client que les frais incluent la recherche, et le contrat doit indiquer la part de recherche et celle de l'exécution. Les clients vont-ils répondre aux nouvelles offres ? « Il est presque impossible pour une société de gestion d'opérer deux modèles différents d'achat de recherche, il lui faudrait vérifier sans cesse si la capitalisation – à considérer sur les 36 derniers mois – ne dépasse pas le seuil requis pour l'exemption d'*unbundling*', précise Pedro Fernandes, président, cofondateur de ResearchPool, fintech de solutions pour la gestion de recherche financière. En outre, il faudra prévoir des contrats différents car le niveau de 1 milliard est très bas et aucune gestion ne se cantonne en dessous de ce seuil. »

Mais la nouvelle possibilité de facturation de la recherche constitue tout de même une ouverture du régulateur. « Le plus important tient à la dynamique qui se dégage de ces dispositions. Nous voulons nous en emparer pour trouver de nouvelles solutions pour la recherche. Nous sommes convaincus de l'importance de la recherche dans le développement du marché financier pour le financement de l'économie », affirme Thierry Giami.

Le dégroupage n'est pas l'unique problème pour le suivi des petites valeurs. En fait, ce dernier est en baisse depuis 2012, selon le rapport de MifidVision.

## LE SUIVI BAISSE NETTEMENT À PARTIR DE 2018

Recherche pour les valeurs cotées à Paris, en nombre de sociétés



Face à ce problème, le retour à la facturation groupée n'apparaît pas idéal. « *Le financement de la recherche par les flux, vers lequel on revient, n'est pas une bonne solution. Pour les sociétés de gestion, c'est coûteux et complexe* », observe Maxime Mathon. Surtout, le recul tendanciel de la recherche traduit l'affaiblissement des marges des acteurs qui la fournissent. « *L'inexorable montée en charge de la gestion passive joue un rôle déterminant en pesant sur l'activité des courtiers et, par répercussion, sur leur offre de recherche* », assurent David Chermont et Claire Barbaret, dirigeants d'Inbound Capital, société internationale de conseil aux *small caps* et *midcaps* pour leurs relations investisseurs.

### VISIBILITÉ

**Le développement** de la recherche dite « sponsorisée », suite à la multiplication spontanée des demandes d'émetteurs prêts à assumer les frais de recherche, a permis de pallier en partie la difficulté. « *La recherche sponsorisée nous paraît une bonne façon de faire connaître une société cotée, de mettre en avant ses atouts plus clairement que ne le fait le rapport annuel. Pour les 'small caps' et 'midcaps', l'information est souvent difficile à trouver et mal présentée. Or les investisseurs ont besoin d'éléments clairs et faciles d'accès, à partir de quoi ils peuvent se forger leur propre avis* », indiquent David Chermont et Claire Barbaret. L'éclairage est utile notamment quand les petites entreprises occupent une niche et que leur modèle n'est ni connu ni compris, faute d'études sectorielles disponibles ou de comparables.

La question de la dépendance de l'analyste par rapport à l'émetteur suscite toutefois des réticences et, en France, les travaux de MifidVision pour établir une charte piéttinent. « *Pour avancer, nous avons demandé à l'AMF d'organiser la concertation entre les acteurs partie prenante*, annonce Thierry Giami. Nous voulons donner un cadre à la recherche payée par les émetteurs, pour en garantir la qualité et l'indépendance. »

Il faut également faire avancer la diffusion de cette recherche : la liquidité sur les petites valeurs est directement liée à leur visibilité, et une recherche accessible uniquement aux clients du fournisseur de recherche ne

permet pas à l'émetteur de profiter du levier de la cotation. « *Les courtiers qui produisent de la recherche payée par l'entreprise d'un côté et restreignent sa diffusion à leurs clients investisseurs de l'autre ne remplissent pas la mission d'«évangélisation» de la recherche sponsorisée et de surcroît se font payer deux fois : cela nous semble choquant* », développent David Chermont et Claire Barbaret. Dans cet esprit, la plateforme ResearchPool offre, entre autres, un accès gratuit à la recherche sponsorisée en actions et *fixed income*. « *Notre système de distribution favorise une distribution active de la recherche alors que certains courtiers gardent l'ensemble de la recherche, sponsorisée ou pas, accessible à leurs clients et aux investisseurs payants* », rapporte Pedro Fernandes.

Au-delà de la facturation, la question du financement de la recherche appelle un traitement de fond. Dans sa consultation du printemps 2020 sur la révision de MIF 2, la Commission européenne évoque ainsi d'éventuelles autres méthodes de financement de la recherche que celle actuelle, avec la participation des opérateurs par exemple. « *La recherche est moins valorisée que l'exécution alors qu'elle est déterminante pour l'accès au capital, la liquidité, les transactions et la mondialisation du financement* », souligne Thierry Giami. Au moins un sujet où la régulation MIF est attendue avec espoir.... □

LA PAROLE  
À...

**ANNE BELLAVOINE**, directrice générale déléguée d'Invest Securities

« *Nous allons retourner voir nos ex-clients* »

**Comment s'est traduite la règle du dégroupage pour votre société d'intermédiation indépendante ?**  
MIF 2, dès sa première année de mise en œuvre, a amputé notre chiffre d'affaires de 30 % : pour réduire leur budget de recherche, les gestions – qui imputaient auparavant ces frais sur la performance des fonds mais doivent désormais les assumer en direct – ont réduit le nombre de leurs courtiers en sacrifiant les plus petits. Résultat, du fait des moindres revenus chez les petits brokers, la recherche s'est appauvrie, en premier lieu sur les *small caps*, surtout suivies par ces acteurs.



**Que change la directive « quickfix » pour les petites valeurs ?**  
La révision prend en compte cette distorsion du marché en défaveur des *midcaps* et redonne la possibilité de financer la recherche par l'exécution sur ce segment. Nous allons retourner voir nos ex-clients pour renouer avec nos relations passées, d'autant que les sociétés sollicitent davantage la Bourse. De même, l'irruption de nouveaux petits porteurs sur le marché – environ 400.000 en France l'an dernier – peut encourager la liquidité et le développement de la recherche sur les petites valeurs.