

Entretien avec Jean de Demandolx Dedons

Président du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante
Membre du Collège de l'AMF

1) Le groupe sur l'analyse financière indépendante, créé à l'initiative du Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de son Collège, en décembre 2004, vient de publier les conclusions de son rapport. Quelle était sa mission ?

La mission du groupe de travail s'est articulée autour de trois axes :

- dresser un état des lieux de l'analyse financière indépendante en France et à l'étranger ;
- contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante ;
- réfléchir aux évolutions réglementaires susceptibles d'encourager son développement tout en garantissant des conditions économiques viables.

2) Afin de rédiger votre rapport vous vous êtes appuyé sur un certain nombre de constats, pouvez-vous revenir sur les principaux ?

Au cours de ces dernières années, les activités d'analyse financière dans le monde et aux États-Unis en particulier ont été traversées par une série de scandales : affaire Enron, contestation du prix des introductions en Bourse, soumission des analystes aux pressions des banques et des émetteurs, conflits d'intérêts, etc. Sans atteindre une telle ampleur en France et en Europe, la situation de l'analyse financière n'en demeure pas moins préoccupante.

Le caractère pro-cyclique de l'analyse financière et ses recommandations couplés à la gestion indicielle ont ainsi participé aux errements de la bulle financière. Nous avons pu ainsi constater en France qu'entre janvier 2000 et avril 2005, sur 38 sociétés composant l'indice CAC 40, les consensus étaient majoritairement orientés à l'achat (2/3 des cas) et que lorsque les cours de bourse atteignaient leur plus haut dans 34 cas de figure, les consensus étaient orientés à l'achat (les 4 autres étant à "conserver") renforçant la tendance à la hausse. En revanche, il y a eu une grande inertie au moment du retournement de tendance.

Parallèlement, depuis l'éclatement de la bulle Internet, ce secteur a connu une réduction substantielle de ces effectifs et une concentration des activités chez quelques intermédiaires. En France, l'analyse financière est ainsi désormais concentrée chez une trentaine d'intermédiaires financiers ou dans les sociétés de gestion les plus importantes. Cette situation a eu comme incidence une baisse importante de la couverture des sociétés cotées qui se concentre désormais pour l'essentiel sur les grandes capitalisations et ce au détriment des petites et moyennes valeurs. A titre d'exemple, 528 sociétés étaient couvertes en 2001, contre 367 en 2004.

Nous avons également constaté que le financement de la recherche par les investisseurs ne suit pas toujours un processus rationnel et transparent. Dans la majorité des cas, il est assuré par des commissions globales de courtage (sell side), ou par des commissions de gestion (buy side) sans pour autant identifier de manière plus précise le coût de la prestation de l'analyse.

Notre réflexion a par ailleurs été alimentée par les travaux réalisés sur le sujet par nos homologues étrangers. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les régulateurs ont ainsi pris des initiatives dignes d'intérêt visant à assurer un soutien direct à l'analyse financière indépendante, allant du financement par redistribution des amendes infligées à certains brokers-dealers, à un

système plus pérenne de commissions de courtage dites "partagées" permettant un choix plus ouvert d'analystes par les gestionnaires d'actifs.

Enfin, il est apparu sur le marché français que l'analyse financière indépendante ne dispose pas à ce jour du cadre réglementaire ou des moyens financiers lui permettant de pleinement se développer et ce alors qu'elle pourrait constituer une réponse appropriée aux problèmes constatés.

3) Quelles sont les principales recommandations formulées dans le rapport afin de redonner une place plus centrale à l'analyse financière indépendante ?

Parmi les mesures phares proposées dans le rapport, j'en citerai trois :

- La création d'un "label AMF" dont l'objectif final consisterait à doter l'analyse financière indépendante d'un véritable statut. Pour cela, nous pensons que l'AMF, qui régle la profession d'analyste financier depuis la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, devrait en définir précisément les critères et ce afin de garantir le caractère réellement "indépendant" de l'analyse financière. Nous pouvons citer, par exemple, l'indépendance capitalistique par rapport aux banques d'affaires ou aux sociétés de bourse ou bien encore l'indépendance commerciale et financière par rapport aux sociétés cotées suivies.

- La production d'une analyse financière indépendante en parallèle à celle des syndicats bancaires impliqués dans la distribution des titres, lors d'une introduction en bourse, ou pour toute société cotée, lors d'une émission significative de titres de capital ou donnant accès au capital (c'est-à-dire pour une opération représentant 20 % du capital). L'objectif étant de garantir aux investisseurs, lors de ces opérations, une plus grande diversité des sources d'information.

- La mise en place d'un système de financement garantissant l'indépendance de l'analyse s'appuyant sur deux solutions complémentaires. Premièrement, à l'instar du système récemment mis en place au Royaume-Uni, le paiement de l'analyse financière selon le mode de la commission de courtage à facturation "partagée": il s'agirait de scinder la commission de courtage entre la prestation d'exécution de l'ordre de bourse et la prestation d'analyse financière. La partie de la commission payée pour le service d'analyse pourrait être à son tour rétrocédée à un bureau d'analyste financier indépendant désigné par le donneur d'ordre. Ce système contribuerait à encourager l'émergence de nouveaux bureaux d'études indépendants. Deuxièmement, la mise en place d'un système mutualisé de fonds de financement de la recherche par les sociétés cotées petites ou moyennes, qui souhaitent y participer sur une base volontaire. Ce fonds devrait être gouverné par un comité d'administrateurs indépendants qui seraient redevables de sa bonne gestion, du contrôle déontologique de son fonctionnement et de son allocation équitable aux différents bureaux d'analyse indépendante ayant une activité uniquement centrée sur la couverture des sociétés de moyenne ou petite capitalisation. Le groupe propose que l'analyste financier désigné assure la couverture de la PME cotée dès son introduction. Cela garantirait la diffusion d'au moins une analyse annuelle et de flashes d'information réguliers sur les résultats ou chiffres d'affaires, ainsi que la diffusion de notes quand l'actualité le nécessiterait.

4) Quelles sont les prochaines étapes ?

Le rapport a été présenté au Collège de l'AMF le 12 juillet 2005. Les recommandations du groupe de travail sont soumises à consultation du public jusqu'au 30 septembre 2005. Elles serviront de base à l'élaboration d'éventuelles propositions de modification du règlement général par les services de l'AMF.

**Propos recueillis par Barbara Frugier
Service de la communication**

Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français

SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS

La mission du groupe de travail a consisté :

- à établir un état des lieux de l'analyse financière en France, ainsi que des expériences étrangères en matière d'analyse financière indépendante,
- à mieux appréhender la notion "d'indépendance" dans le cas de l'analyse financière,
- à émettre des propositions quant aux moyens de promouvoir ce type d'analyse et d'assurer la viabilité de son système de financement à long terme.

Le groupe de travail est arrivé aux constats suivants :

- 1 - En France, l'analyse financière est concentrée chez une trentaine d'intermédiaires financiers ou dans les sociétés de gestion les plus importantes. Seules subsistent quelques structures d'analystes indépendants spécialisés principalement dans les valeurs moyennes.
- 2 - La couverture de la cote et des investisseurs par les analystes est très inégalement assurée. La recherche est fortement concentrée sur les grandes capitalisations et est essentiellement distribuée auprès des gestionnaires institutionnels de premier rang.
- 3 - A l'étranger, et en particulier aux États-Unis, l'analyse financière des sociétés cotées se développe beaucoup du côté "buy side" ou au sein de bureaux spécialisés, par secteurs ou par valeurs.
- 4 - L'indépendance dans la recherche est, en fait, un état d'esprit, en permanence confronté à de multiples sources de conflits d'intérêts avec les sociétés couvertes ou les activités de banque d'investissement. Elle est également soumise à l'influence des gestionnaires d'actifs et des grands investisseurs institutionnels, qui pratiquent souvent une gestion de type indiciel ou "benchmarké", laissant peu de place à l'analyse fondamentale des valeurs cotées.
- 5 - L'analyse financière a participé aux errements du marché à l'occasion de la bulle financière. Elle a eu, dans des cas non négligeables, un caractère systématiquement pro-cyclique dans son jugement global sur les marchés et dans ses recommandations individuelles sur les valeurs.
- 6 - Le financement de la recherche, direct ou indirect, par les investisseurs ne suit pas toujours un processus rationnel et transparent. Il est assuré dans la plupart des cas par le versement de commissions globales de courtage au profit du "sell side", ou par les commissions de gestion pour le "buy side", sans identification plus précise du coût de la prestation de l'analyse.
- 7 - Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les régulateurs ont récemment pris des initiatives pour assurer un soutien direct de l'analyse financière indépendante, allant du financement par redistribution des amendes infligées à certains brokersdealers, à un système plus pérenne de commissions de courtage dites "partagées" permettant un choix plus ouvert d'analystes par les gestionnaires d'actifs.

- 8 - En France, l'analyse financière indépendante ne bénéficie pas actuellement du cadre réglementaire ou des moyens financiers lui permettant de se développer, alors qu'elle pourrait constituer une réponse appropriée aux problèmes constatés.

Le groupe de travail souligne, à titre liminaire, la nécessité de réunion de paramètres généraux, sur le plan réglementaire et fiscal, qui permettent un nouvel essor du marché des sociétés cotées en France. Seul un minimum de masse critique au plan économique est de nature à encourager le développement d'une production d'analyse financière active. Cela suppose aussi le retour à des stratégies de gestion d'actifs à plus grande valeur ajoutée, moins fondées sur le suivi passif d'indices ou de benchmarks, mais qui fassent plus souvent appel à une valorisation fondamentale des entreprises.

Le groupe de travail recommande :

- 1 - L'établissement au plan réglementaire par l'AMF, d'une définition de l'analyse financière indépendante, à partir de ses paramètres juridiques, économiques et déontologiques.
- 2 - L'enregistrement, direct ou indirect, par l'AMF des analystes financiers indépendants, au travers par exemple d'une adhésion à une association professionnelle agréée.
- 3 - L'affirmation du principe d'égalité d'accès à l'information financière auprès des sociétés cotées pour tout analyste enregistré et couvrant les valeurs concernées, qu'il soit " buy side", " sell side" ou "indépendant".
- 4 - La production d'une analyse financière indépendante en parallèle à celle des syndicats bancaires impliqués dans la distribution des titres, lors des introductions en bourse, ou pour toute société cotée, lors d'une émission significative de titres de capital ou donnant accès au capital.
- 5 - L'autorisation réglementaire de la commission de courtage à facturation "partagée", qui distingue la rémunération du service d'exécution de celle de l'analyse financière et permette de reverser la partie relative à l'analyse à un bureau indépendant.
- 6 - La mise en place d'un système mutualisé de financement de la recherche par les sociétés cotées, petites ou moyennes, qui souhaitent y participer sur une base volontaire.
- 7 - L'attribution d'une fonction d'arbitrage à l'AMF en cas de conflits entre analystes et sociétés cotées ou sociétés de bourse.
- 8 - Une coordination de la régulation de ce sujet au niveau européen.

Consulter le rapport :

http://www.amf-france.org/documents/general/6158_1.pdf