

RÔLE ET INDÉPENDANCE DES ANALYSTES FINANCIERS

PIERRE-YVES GAUTHIER*

L'analyste financier¹, star involontaire des années de « bulle TMT », est devenu depuis près de deux ans la cible expiatoire des critiques sur les excès de la Bourse, son indépendance, sa compétence, voire son honnêteté, étant régulièrement mises en cause.

S'interroger sur l'indépendance (et souvent implicitement sur la compétence) des analystes revient inévitablement à s'interroger sur l'économie de l'intermédiation en titres financiers et plus particulièrement les actions. En deux décennies environ, cette « industrie » (on pardonnera cet abus de langage) s'est enrichie de nombre d'acteurs, a quitté le territoire du local avec son autorégulation de proximité pour s'exposer au global avec une régulation largement inspirée du modèle américain, s'est pliée à des modes d'organisation caractéristiques de la domination absolue des intermédiaires anglo-saxons, en bref a embrassé beaucoup tout en étreignant peu.

Les interrogations sur l'indépendance de l'analyse financière ne sont qu'un des reflets visibles de cette mutation.

Aussi, nos conclusions portent moins sur le concept d'indépendance de l'analyste, un problème ancien et bien cerné, certes amplifié par la bulle car les professionnels, éblouis par la hausse, tendent alors à fermer les yeux collectivement. Nos conclusions portent plutôt sur une exigence fondamentale pour les marchés : entretenir la diversité, cette richesse essentielle que le régulateur doit s'attacher à préserver. Outre les risques liés à la domination de quelques acteurs, il faut admettre que le surcroît de protection de l'investisseur voulu par le régulateur et le législateur revient à créer des barrières à l'entrée, au détriment de la diversité des opinions.

Pour juger de l'indépendance de l'analyste financier, il faut au préalable resituer et démonter les mécanismes de la filière de l'intermédiation

* Responsable de l'analyse financière Europe, Crédit Lyonnais Securities.

Les réflexions et opinions contenues dans ce texte sont principalement le fruit d'observations sur près de vingt années de pratique du métier d'analyste financier au sein de structures d'intermédiation très diverses. Ces observations ne concernent que la pratique de l'analyse à destination des professionnels de la gestion. Enfin, ces propos n'engagent que l'auteur.

financière. Qui fait quoi et surtout qui rémunère qui ? Ce rappel permet de cerner les manquements éventuels des analystes dans l'exercice de leurs métiers.

LE PRODUIT : L'INFORMATION RETRAITÉE

La matière première d'un marché financier s'appelle information. Cette dernière est immensément abondante. Aussi, son traitement a donné lieu, au cours des dernières décennies, à l'émergence de toute une « industrie de l'information financière » où les strates se sont additionnées et inter-pénétrées. La technologie a bien entendu joué un rôle considérable dans l'accessibilité à l'information. Cette dimension ne sera pourtant pas abordée ici.

Deux constats, développés dans les lignes qui suivent, s'imposent sur cette notion de traitement de l'information : l'analyste n'est pas seul à « dire le droit » en matière de jugement boursier dans un univers extrêmement concurrentiel ; la matière analysée est devenue plus abstraite.

L'analyste n'est pas seul

Il convient, en effet, de replacer les analystes dans cette cascade d'intervenants, tous professionnels, qui participent au traitement de l'information et, *in fine*, à l'élaboration d'un conseil d'investissement. Il y a quinze-vingt ans, on trouvait peu ou prou, dans cette succession d'intervenants : un

commissaire aux comptes certifiant des comptes ; une entreprise qui fait le point sur son activité et ses résultats à un analyste, qui en synthétise le propos à destination d'un vendeur, lequel parle à un gérant mandaté par l'épargnant en bout de chaîne. Rappelons que seul ce dernier, le client, n'est pas un professionnel. Cette distinction répétée entre professionnels et consommateurs de services d'épargne importe, car seul ce dernier n'est pas présumé compétent.

Aujourd'hui, sont venus se greffer, dans cette chaîne de conseils : des relations investisseurs, c'est-à-dire des salariés de l'entreprise cotée ayant pour vocation de structurer la communication financière vers les investisseurs, actionnaires et analystes ; des sociétés de services spécialisées dans la communication financière principalement rémunérées par les émetteurs ; des analystes *buy side*, c'est-à-dire rémunérés par et travaillant pour les sociétés de gestion ; une gamme sans cesse élargie de consultants (expertise sectorielle, gestion éthique, vie juridique des entreprises...) ; un ancien acteur revenu sur le devant de la scène : les agences de *rating* évaluant les risques pour le compte des prêteurs.

La filière a donc vu s'étoffer le nombre de professionnels susceptibles tant d'apporter de la valeur ajoutée sur l'information que de « défendre l'intérêt de leurs clients » aux différents étages du traitement de l'information.

Cette irruption de nouveaux acteurs a aussi consacré le passage de l'information financière, factuelle et objective, à la communication financière, utilisation stratégique de l'information financière dans la promotion d'intérêts

catégoriels : dilution de mauvais résultats dans l'expression d'un projet stratégique censé mobiliser le marché sur le moyen terme (sociétés Internet des années 1998-2000) ; personnalisation extrême de certaines recommandations boursières « d'analystes stars », parfois au mépris complet de la réalité financière de l'entreprise ; mise en scène de la présentation des perspectives d'une société proche de certains meetings politiques...

La multiplication des acteurs a également entraîné la segmentation des demandes et le développement du marketing boursier. L'information financière n'est plus qu'un lointain prétexte à diffuser discours et contre-discours dans la plus pure tradition des pratiques politiques. Le brouillage médiatique, qui en est résultat, privilégiait naturellement la forme et la brillance sur le fond et la complexité de l'analyse.

La mise en chiffres de cette multiplication des professionnels à tous les étages illustre à quel point l'univers est concurrentiel donc naturellement générateur de contre-pouvoirs, sauf

peut-être dans les fonctions de commissariat aux comptes et d'agence de *rating*. Cette vitalité concurrentielle est remarquable, voire exceptionnelle pour une filière industrielle, et assure aux acteurs, un panel de choix considérable.

La matière analysée est devenue plus abstraite

La globalisation des marchés actions a conduit au développement d'une approche par comparaison sectorielle transfrontières et au recul très net de la connaissance d'une spécificité locale des entreprises sous revue. À titre d'exemple, l'avis de tel analyste anglais basé à Londres a pu sembler aussi pertinent, dans son appréciation des sociétés du secteur automobile, que celui d'un analyste de Stuttgart discutant dans sa langue avec les dirigeants de Daimler. Cette évolution vers une neutralisation de la géographie est reprise ci-après dans une section consacrée à l'uniformisation de la pensée. Une conséquence de cette distanciation d'avec les entreprises a pu

Tableau 1
Ordres de grandeur du nombre d'intervenants dans l'espace européen (y compris UK)

Fonction	Estimation de l'effectif	Commentaires
Commissaires aux comptes	4-5 à dimension européenne	Environ 200 à envergure nationale
Entreprises cotées	5 000 significatives	-
<i>Investor relations</i>	2 000 environ	-
Analystes	3 000 environ	Sur environ « 250 <i>brokers</i> »
Vendeurs	4 000 environ	-
Analystes <i>buy side</i>	500 environ	-
Consultants et communications financières	Environ 2 500	Environ 100 sociétés
Agences de <i>rating</i>	3 à envergure européenne	-

être la tentation de la modélisation en lieu et place du concret propre à la connaissance du terrain, ou la tentation d'application des concepts d'investissement simplificateurs parce que faciles à vendre.

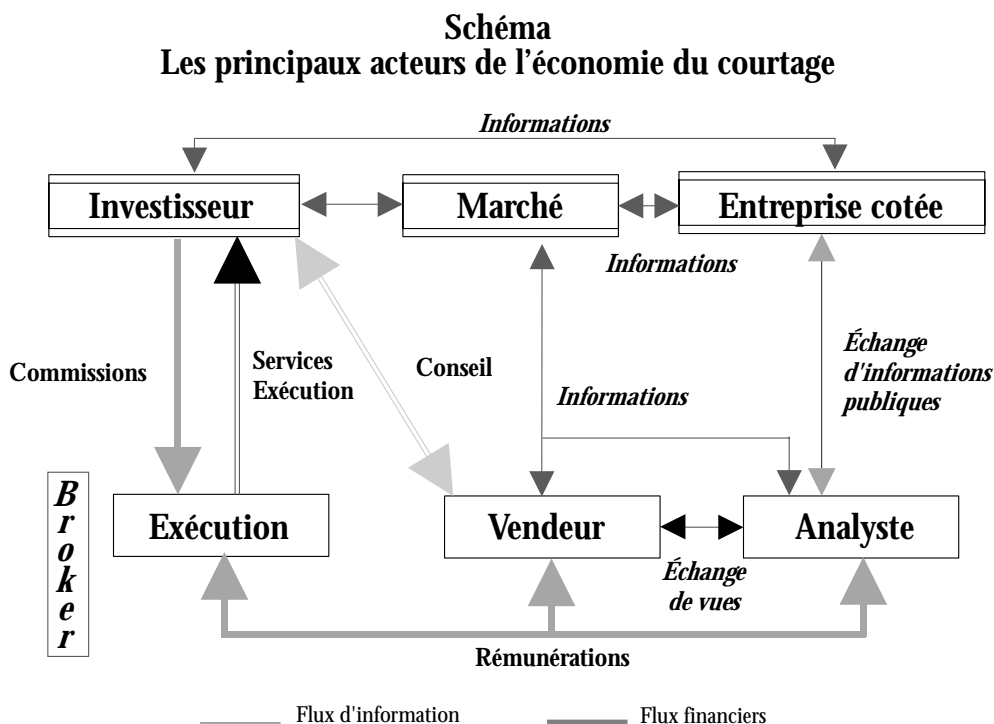
Cette « désincarnation » de l'information est un élément essentiel du processus de politisation du discours de l'analyste. Coupé partiellement de ses racines géographiques, culturelles, voire financières et comptables, le discours de l'analyste a pu ainsi s'inscrire plus librement dans une dynamique de rhétorique creuse et parfois dangereuse. Le poids croissant des instruments dérivés dans les stratégies financières des entreprises et dans les arbitrages entre supports d'investissement a aussi participé à cette abstraction.

Le rôle de l'analyste et les interroga-

tions sur son indépendance doivent ainsi s'appréhender dans ce double contexte : une multiplication des acteurs dans la sphère du traitement de l'information financière ; une mutation rapide de la nature de l'information traitée.

MAIS QUI PAYE QUOI ?

Il convient ici de rappeler - sur un mode nécessairement simplificateur - les modalités de l'économie du courtage, économie fondée sur le principe de commission, à tous les étages de la filière, qu'il s'agisse des gestionnaires ou des *brokers*. Le schéma ci-dessous met les principaux acteurs en évidence.



Les principales étapes de la filière sont les suivantes :

1 - un particulier confie son épargne à un gestionnaire (gestion collective ou sur mesure, assurance-vie...);

2 - le gestionnaire investit dans différents supports financiers dont les actions;

3 - le choix des titres actions découle des conseils fournis par un vendeur, lequel se fait l'écho des recommandations et avis de l'analyste (ce modèle ne correspond plus à celui des grandes maisons de gestion);

4 - les recommandations sont fondées sur les travaux d'analyse financière;

5 - ces travaux d'analyse sont distribués « gracieusement » contre l'espoir d'être retenu comme l'intermédiaire dans l'exécution d'une transaction, transaction facturée sous la forme d'une commission.

L'analyse financière est ainsi un acte de marketing : c'est une raison de parler au client, professionnel de l'investissement, de lui offrir du conseil et de la liquidité, avec une ambition essen-

tielle de créer des flux. En effet, les marchés financiers se nourrissent de flux, et les flux sont porteurs de commissions.

L'analyste joue un rôle d'expert-conseiller tant en interne vers les vendeurs qu'en direction des clients investisseurs institutionnels. Son rôle consiste principalement à recueillir de l'information sur des sociétés appartenant à un secteur industriel de façon à en anticiper les résultats futurs. Ces résultats futurs sont le fondement du cours de Bourse. Par son analyse et ses recommandations, l'analyste participe à une chaîne décisionnelle qui aboutit à des achats/ventes de titres actions. Ce sont ces transactions qui génèrent un flux de commissions et donc un chiffre d'affaires pour l'entreprise d'intermédiation qui l'emploie. Cette activité de conseil ne concerne virtuellement qu'une classe d'intervenants : les investisseurs institutionnels.

Il est utile de noter que le gros de la valeur ajoutée dans cette filière est capté par le métier de gestionnaire, du fait de

Tableau 2
Fonction et rémunération

Fonction	Estimation de la rémunération	Commentaires
<i>Broker</i>	0,05 à 0,2 % des capitaux traités	Frottement sur les flux
Société de gestion	0,5 à 1,5 % des capitaux sous gestion	Frottement sur les stocks
<i>Investor relations</i>	Salaire	-
Analystes	Salaire + bonus	-
Vendeurs	Salaire + variable	-
Analystes <i>buy side</i>	Salaires + bonus	-
Consultants et communications financières	Honoraires/ <i>retainers</i>	-
Agences de <i>rating</i>	Rémunération contractuelle	-

la facturation fondée sur un pourcentage du stock de richesse. À l'inverse, l'activité d'intermédiation action stricte (*cash equity*² secondaire et hors prise de risques) perd structurellement de l'argent du fait du coût de la recherche et constitue, à bien des égards, un *loss leader* pour les banques d'investissement.

IDÉES CONTRE COMMISSIONS

Une « idée », ou conseil en l'espèce, n'a pas de valeur propre. La valeur dérivée découle directement des capitaux mis en mouvement autour de cette idée. L'expression de la rémunération d'une idée ou d'un conseil ne peut être autre que la commission. Ce constat est valable pour beaucoup de professions où la génération d'idées est essentielle : architectes, avocats, banquiers d'affaires, détenteurs de brevets...

Cette rémunération par commission est aussi observée, indirectement il est vrai, pour la recherche qualifiée d'analystes *buy side*, c'est-à-dire travaillant pour les gestionnaires. Compte tenu de son coût, cette recherche internalisée n'est envisageable que pour les plus importantes structures de gestion, structures dont le mode de rémunération est aussi l'application d'une commission sur les encours sous gestion et/ou sur les transactions.

L'idée que la recherche puisse se vendre sous la forme d'un prix fixe ou d'un abonnement ne résiste pas à l'âpreté qui caractérise les marchés financiers. La commission maximise le profit potentiel pour l'émetteur d'un conseil

judicieux, et apparaît comme indolore pour le bénéficiaire de ce conseil. Le paiement « en dur » d'un conseil supposerait d'en connaître par avance la valeur, ce qui est par nature impossible. L'idée de donner une autonomie à la recherche (cf. section sur les conflits d'intérêts) et de la rémunérer de façon indépendante, sous forme d'une tarification fixe, ne résiste pas au constat qui précède. Par ailleurs, par la concurrence qui s'installe dans ce modèle, se crée aussi une émulation considérable à la disposition des clients.

La commission est indolore... mais elle impose son *diktat*.

En effet, la commission appelle le court terme et l'économie d'échelle. Le court terme parce que le propre de l'industrie boursière est d'inclure, dans le prix, toute information disponible. Le long terme n'est que la somme de micro-événements court terme à l'instar d'une forme fractale. Il découle, de cette urgence du court terme, une considérable réactivité des capitaux concernés et une incitation proportionnelle des participants à la filière, rémunérés par un frottement sur le capital, à faire tourner ce dernier plutôt plus que moins. Industrie en surcapacité, le conseil financier fait feu de tout bois pour créer du volume alors que les donneurs d'ordre, mesurés minute après minute dans leur performance, ne peuvent se permettre de laisser passer une opportunité, fut-elle à court terme et risquée.

L'autre dimension prégnante de l'économie de la filière est la recherche de taille. La génération d'une idée est certes d'un coût marginal extrêmement faible et donc ouverte à tous. La rémunération de l'idée, on vient de le voir,

est proportionnelle aux capitaux en jeu. D'où l'intérêt d'être un « gros » *broker* avec un « gros » réseau de distribution, c'est-à-dire l'accès à de très nombreux clients institutionnels.

Salarié d'une entreprise de courtage, l'analyste financier est ainsi rémunéré pour ses idées, et surtout le marketing de ses idées qui, avec l'appui des vendeurs, permettent de générer des échanges. Plus ces capitaux sont significatifs, plus les rémunérations sont élevées. C'est ainsi qu'un analyste est d'autant mieux rémunéré qu'il travaille sur un marché « profond » (c'est-à-dire les États-Unis), sur un secteur à forte capitalisation boursière (banques, pétrole) et qu'il est appuyé par une solide équipe de vente. Ces rappels sont nécessaires pour porter un jugement critique sur le rôle des analystes. La nature même des marchés financiers est d'être *short-termist*, il paraît donc excessif de le reprocher à la seule profession des analystes.

Les conflits d'intérêts

Avec la déflation de la bulle TMT³, la recherche d'une responsabilité de certains des acteurs dans cette phase d'illusion collective a réorienté les projecteurs sur un vieux conflit d'intérêts dans les banques d'investissement : l'opposition entre « primaire » et « secondaire ». Cette opposition n'est pas nouvelle. Juger de l'indépendance des analystes à cette aune revient à désigner un bouc émissaire plus qu'à s'interroger sur les raisons du dérapage d'un risque pourtant bien cerné.

L'opposition « primaire/secondaire » découle d'un très simple constat. Dans

les activités « primaires » (comprendre introduction en Bourse, augmentation de capital et, par extension simplificatrice, toute forme d'intervention sur le passif des entreprises), le donneur d'ordre à la banque d'investissement est le dirigeant de l'entreprise cotée. Le payeur est donc l'entreprise (le *corporate* dans le franglais du métier).

À l'opposé, dans le métier courant d'intermédiaire (agent de change, *broker* et désormais PSI ou entreprise d'investissement suivant les termes du Conseil des marchés financiers - CMF), le donneur d'ordre et le payeur sont l'investisseur (ou son représentant, le gestionnaire de fonds). C'est pour ces clients qu'est articulée la filière d'intermédiation décrite précédemment, car ces clients « sont » le marché, ce sont eux qui forment les prix par leurs avis et leurs transactions.

Dans l'ordre des choses, l'investisseur devrait légitimement être le premier client. Faux. Car s'immiscent deux réalités bien concrètes qui renversent les priorités : il est plus facile de négocier avec un dirigeant d'entreprise souvent client lié par les financements bancaires qu'avec des milliers d'actionnaires anonymes ; les marges sont dix à vingt fois supérieures dans les transactions « primaires », certes plus rares mais brassant des capitaux considérables.

Quel est le rôle de l'analyste dans cette opposition « primaire/secondaire » ? L'analyste qui tient sa réputation d'une compétence reconnue par le marché secondaire est invité, par la banque qui l'emploie, à mettre à disposition cette compétence pour soutenir l'effort commercial de cette dernière dans l'attribution de mandats. Un tel

analyste constitue un formidable levier commercial : le marché lui reconnaît un savoir-faire et un savoir-vendre, l'entreprise cotée lui reconnaît un savoir industriel, l'analyste sait comment les investisseurs réagissent sur le secteur et sur la valeur. Il est le lien naturel entre ce triangle d'acteurs (banque, entreprise, investisseur), et ce lien apparaît d'autant plus nécessaire que l'expertise de l'analyste porte sur des sujets complexes (équipements de télécommunication, biotechnologies, par exemple).

Le conflit d'intérêts découle naturellement du fait que l'analyste étant rémunéré par un établissement qui pratique deux métiers (le primaire et le secondaire) aux intérêts clients contradictoires, la pression est très forte pour privilégier le métier à forte marge, fut-ce au détriment de l'intérêt des actionnaires. Le souci étant ancien et universel, les banques ont toutes retenu des dispositions qui neutralisent l'avis des analystes en direction du marché, lorsque ces analystes sont requis pour intervenir pour le compte du primaire. Qualifiées de mur de Chine, ces dispositions visent à couper du marché les analystes prenant part à des opérations « primaires », puisque ces derniers sont détenteurs d'une information à caractère confidentiel nécessaire dans l'élaboration du mandat primaire. Pour autant, ces dispositions ne répondent pas à deux observations essentielles :

- l'intégrité du marché est fragilisée par le fait qu'un analyste éventuellement réputé et apprécié arrête au moins temporairement de donner un avis dans le marché ;
- compte tenu du chiffre d'affaires en jeu pour son employeur, l'analyste n'est guère enclin à émettre un avis négatif

sur le client *corporate* et l'opération en cours. Les mécanismes qui permettraient à l'analyste d'afficher une position d'indépendance sont peu opérationnels compte tenu, là encore, des sommes en jeu.

L'indépendance de l'analyste est ici directement fonction des lignes de *reporting* et du mode de rémunération. Les secousses américaines sur ces thèmes ont bien mis en évidence le fait que les rémunérations des analystes sur cette zone géographique étaient largement dominées par le primaire, et que les structures de management de la recherche, comme de l'activité secondaire, étaient beaucoup trop faibles pour s'opposer à cette primauté du primaire.

Il paraît ici nécessaire de formuler deux observations :

- la première porte sur le constat à ce jour que les établissements européens, y compris ceux qui sont le plus engagés sur le territoire américain, ont su éviter le pire des excès en la matière. Peut-être parce qu'aucun des marchés domestiques européens n'est assez profond pour permettre de multiplier les abus, sans doute aussi parce que les banques d'investissement américaines ont, pour certaines d'entre elles, une importante clientèle d'investisseurs particuliers à la différence des banques européennes qui sont quasiment exclusivement orientées vers les professionnels ;
- la seconde porte sur le fait que les excès observés ne sont pas uniquement nés des pressions exercées sur les analystes, mais bel et bien d'un dévoilement, effarant par son ampleur, d'une chaîne de décideurs qui, par leur comportement, ont bel et bien sciemment attaqué l'intégrité du marché.

Les révélations sur le fait que certains dirigeants d'entreprises nouvellement introduits sur le marché étaient parmi les premiers à recevoir des titres ne peuvent que conforter les observateurs extérieurs sur le fait que le marché était devenu un casino avec des règles du jeu à l'avantage d'une infime minorité.

Il est aussi important d'évoquer le fait que les conflits d'intérêts parcourent largement la sphère des services financiers, et que les analystes n'en sont, ces derniers mois, que la composante la plus visible. Ainsi a-t-on critiqué, avec raison, la profession d'auditeur associant mandat de révision comptable et mandat de conseils en organisation, ainsi commence-t-on à s'inquiéter des tiraillements que pourrait connaître tel gestionnaire, actionnaire de telle entreprise cotée qui serait aussi son client au travers de son fonds de retraite, ainsi, enfin, sont apparues au grand jour les interrogations sur la réelle autonomie de décision des gestions collectives parties de groupes bancaires de services universels. La focalisation sur l'analyse financière doit ici s'apprécier comme le retour de bâton d'une excessive médiatisation.

L'INDÉPENDANCE DE JUGEMENT DES ANALYSTES

L'indépendance de l'analyste peut aussi être abordée comme la capacité de ce dernier à générer une opinion critique, à construire, par le maniement des idées et des concepts appliqués à l'information publique, une nouvelle couche de valeur ajoutée.

Cette aptitude au jugement critique s'est érodée chez l'analyste tout comme chez les autres acteurs de l'intermédiation en Bourse. À l'inverse, la technicité a considérablement progressé, les excès du second cachant la misère du premier. Il s'agit là d'une appréciation difficilement quantifiable et non d'un inventaire systématique sur une profession.

Les causes de cette érosion sont multiples, et les effets désastreux pour la profondeur des marchés.

Première cause : l'urgence inhérente aux marchés financiers. Toute information nouvelle s'intègre instantanément dans le prix d'une action. Il n'y a pas, dans l'industrie du courtage, de bénéfice à traiter plus en profondeur une information, c'est-à-dire se donner le temps et le recul nécessaires à la qualité du jugement. Le marché aura déjà réagi, les opportunités de commissions seront déjà passées. Cette primauté à l'ultra court terme n'est pas nouvelle. C'est la globalisation et la multiplication des acteurs, tous à la recherche de parts de marché, qui en ont changé l'ordre de grandeur. Tendance amplifiée, bien entendu, par la puissance des technologies de l'information. Ainsi, à titre d'exemple, pour une entreprise de 5 à 10 milliards d'euros de capitalisation qui publie ses résultats à 8 h du matin, la prise en compte dans les modèles sera faite dès 8 h 30 - 9 h, avec mise à disposition immédiate sur les systèmes internes. Le document d'accompagnement aura été adressé par E-mail, sans doute par vingt sociétés de courtage différentes, dès 9 h 30 aux clients, les plus exigeants de ces derniers ayant parfois accès aux modèles sous-jacents en temps réel.

Deuxième cause : le consensus. La vitesse passe par des codes de communication acceptés par tous les acteurs. L'un de ces codes est le consensus. Le consensus est une moyenne des attentes des analystes, généralement en matière de résultats de l'entreprise sous revue. Curieuse évolution que celle d'une industrie dont les acteurs calent leur contribution par rapport à une moyenne dont ils sont censés produire indépendamment les sous-jacents. Cette étonnante circularité, cette moyenne molle, définit le repère qui permettra au marché de réagir vite lors de la publication du résultat. Cette référence au consensus est d'autant plus consternante qu'il est avéré que les entreprises, au fait de l'importance de leur communication financière, se sont prises au jeu de le gérer. L'expérience montre, en effet, que la frontière est étroite entre le pilotage neutre et la tentation d'écouter cette moyenne molle et d'essayer de s'en servir comme objectif, fut-il intenable. L'adage selon lequel un dirigeant « trop près de son cours de Bourse » est dangereux pour son entreprise a été largement oublié au moment de la bulle.

Ainsi, tout doucement mais forcés par l'urgence propre à toute la filière financière, beaucoup d'analystes ont glissé vers le rôle de porte-voix d'une vérité unique, émanant trop de l'entreprise. Dans la course poursuite qui consiste à formuler des analyses sur des résultats publiés maintenant tous les trimestres, l'analyste n'a d'autre levier que de normaliser son discours.

Les limites de cette normalisation ont, bien entendu, été mises en évidence au moment des grands scandales américains.

Derrière le consensus, se cache un

autre épouvantail des marchés financiers actions : le *benchmark*. Cette commodité consiste à juger une performance sur un indice de référence. Cette obligation d'ancrage a conduit à de considérables dégâts dans les patrimoines, amplifiant le caractère moulinier de tous les acteurs, voire conduisant à l'accident collectif, comme ce fut le cas lors de la cotation de France Télécom avec une pondération à 100 %⁴. Fort heureusement, le *benchmark* porte les germes de sa propre destruction avec la multiplication des *benchmarks* telle que la création d'indices (à la mode, comme les indices technologiques au plus haut de la bulle TMT) et l'illustration de l'aberration d'une telle approche lorsque les valeurs baissent. Alors, le client final, l'épargnant, se retrouve riche, parfois, d'une performance relative, mais, en termes d'argent à la banque, fort dépourvu.

Troisième cause : l'uniformisation de la pensée. La recherche du consensus n'en est qu'un aspect particulièrement saillant. Beaucoup plus dommageables et cachés sont des mécanismes qui imposent *de facto* des standards de référentiel ou des méthodes d'analyse qui nuisent à la qualité du raisonnement. Ainsi en va-t-il des comptes trimestriels dont la pertinence reste un sujet de discussion pour tous ceux qui les démontent. Les comptes trimestriels focalisent l'attention sur des cycles trop courts pour beaucoup d'industries. Ainsi en va-t-il des choix de présentation comptable, parfois en vue de mettre en évidence des soldes de gestion à la mode qui s'avèrent, avec l'expérience, complètement disqualifiés (référence trop systématique à l'EBITDA par exemple). Ainsi en

va-t-il de la préoccupation obsessionnelle de valorisation de la croissance. S'il ne fait aucun doute que la valeur d'une action correspond à l'actualisation de son flux de dividendes, et donc que la vitesse, à laquelle peuvent croître ces dividendes, est un facteur essentiel de la valorisation, l'absence d'un jugement critique sur la façon de financer la croissance est un sujet de consternation. Cette uniformisation de la pensée a été largement amplifiée par l'approche sectorielle laquelle, en resserrant davantage encore l'expertise de l'analyste sur une unique industrie, interdit tout enrichissement par comparaison. L'analyste a perdu en culture et bon sens ce qu'il a gagné en expertise sectorielle.

Quatrième cause (et toutes ces causes sont largement imbriquées) : la distance. Évoquée précédemment, la distance est à la fois géographique (un analyste couvre depuis son bureau des sociétés éloignées de plusieurs centaines de kilomètres et de cultures très différentes), elle est aussi la primauté de la théorie sur le terrain. La connaissance d'une filière industrielle passe par l'enquête, la multiplication des contacts hors circuits balisés, notamment auprès des concurrents, fournisseurs et clients non cotés... Urgence et distance se sont liguées pour éloigner les analystes du concret.

L'UNIQUE SOLUTION : ENCOURAGER LA DIVERSITÉ

Les conditions du fonctionnement optimal des marchés financiers présentent beaucoup de similarités avec celles

qui sous-tendent le fonctionnement des démocraties. L'une d'entre elles est que l'un comme l'autre se nourrissent d'une grande diversité d'opinions.

Pourtant, la massification des services de gestion d'épargne a conduit, comme indiqué précédemment, à une industrialisation et une normalisation des *process* qui ne favorisent pas la diversité. Comme dans tout marché, il faut passer la phase d'expansion et arriver à une certaine maturité, avant que ne s'exprime un besoin de segmentation de la demande. L'analyse financière vit aussi à ce rythme : la demande a été uniformément de « faire du global »...

Aussi, les solutions viendront pour une large part de l'évolution des clients. L'analyse financière indépendante (au sens où elle n'est pas influencée par le primaire) a toujours existé. De fragile, elle est devenue anémique au moment où l'expression de la demande des grandes gestions s'est déplacée vers un service global où le *process* l'a emporté. Il y a eu, en effet, dans l'organisation des grandes gestions, un travail d'organisation pour être en phase avec les attentes de principaux donneurs d'ordres (fonds de pension notamment). Dans un premier temps, l'intérêt éventuel d'une recherche plus indépendante ne s'imposait pas face aux problèmes d'organisation que cela posait.

Le régulateur doit probablement s'attacher à créer les conditions d'une grande diversité de choix dans l'offre d'analyse en particulier et, de façon plus générale, dans l'offre de services financiers. Cette intervention devrait porter sur les mécanismes qui préviennent les conflits d'intérêts au sein des groupes bancaires intégrés - universels.

Elle devrait aussi porter sur les barrières à l'entrée que le souci légitime de protection de l'épargnant a conduit à renforcer. Peut-être à l'excès.

Nous abordons successivement ces deux étapes.

Prévenir les conflits d'intérêts

Les développements de ces dernières semaines sur le marché de référence, les États-Unis, ne cessent d'inquiéter. Confrontés à la dégradation de leur image, les principales banques d'investissement souhaitent négocier vite, et sont prêtes à toute forme de concession qui apaisera la justice. Cette dernière, en avance sur les régulateurs, optimise le couple « rentrée financière sous forme de pénalités » *vs* « temps ». Il est probable qu'une fois encore la forme l'emportera sur le fond. Les orientations des négociations début novembre - puisque c'est bien de négociations dont il s'agit - laissent les professionnels dubitatifs avec la définition d'une mutuelle de recherche entre grandes banques d'investissement, mutuel territoire de neutralité qui pourrait être bien mort-né tant la recherche n'est pas un acte dont les produits se diluent dans la neutralité. La tentative de normalisation des échelles de recommandations fait tout autant sourire.

Vu d'Europe, la tentation est grande de voir, dans ces développements, un écran de fumée pour occulter les plus importantes dérives observées dans quelques établissements bancaires. Il est sans doute important pour les marchés européens de prendre leur distance avec les excès de formalisme et de juridisme de la régulation américaine,

et surtout d'éviter l'exportation de ce modèle dans la Communauté européenne. L'Europe des marchés financiers a déjà fait l'expérience des excès du formalisme américain en matière de déontologie, importée par les banques d'investissement et les grands cabinets de conseil juridique. Ce modèle entrave plus la concurrence qu'il ne protège les investisseurs et les personnes privées. Ensuite, comme il a été rappelé précédemment, les excès américains ont affecté directement la clientèle des épargnants, ce qui n'a pas été le cas en Europe où les réseaux bancaires ont été très largement tenus à l'écart des abus. Les professionnels, qui se sont brûlés les ailes dans les excès, savaient ce qu'ils faisaient.

Au total, professionnels, régulateurs, voire législateurs, devraient idéalement orienter leurs efforts vers un souci de transparence et de simplification. Une note aux comptes bien rédigée, c'est-à-dire avec le souci d'informer plus que d'appliquer des dispositions comptables, fait plus pour l'efficacité des marchés qu'un quelconque texte de loi. C'est en effet à cette condition que l'investisseur sait ce qu'il achète et construit un contrat de confiance, qu'il y ait ou non des analystes pour aider.

Abaisser les barrières

Le couple indépendance de la prestation intellectuelle et rémunération fixe n'a pas d'avenir, car il n'offre aucun levier qui permette aux « boutiques de recherche » d'investir dans l'affirmation de leurs produits. Pour accéder à une rémunération sous forme de commissions, seul modèle économi-

que susceptible d'offrir un vrai levier, l'analyste indépendant (parfois auto-qualifié de consultant) devra facturer ses services au travers d'un *execution broker* qui prendra sa dîme (deux à trois fois ce que reçoit l'analyste... on parle alors de *soft*) ou trouver des capitalistes susceptibles de constituer une société de courtage qui se donne pour objectif de se rémunérer exclusivement sur l'activité secondaire. Il existe déjà, dans chaque pays européen, trois à cinq structures indépendantes significatives fondées sur le modèle de la commission. Elles sont la preuve que la démarche est pertinente. On objectera simplement que les capitaux en jeu, pour former des structures indépendantes tout en satisfaisant aux contraintes réglementaires, en font des projets trop lourds pour favoriser une

multiplication de l'offre. C'est là un point sensible.

Ainsi, au-delà des interrogations sur l'indépendance des analystes, le régulateur devra se garder de répliquer les modèles qui traversent l'Atlantique et se garder d'agir trop vite. Ne serait-il pas, par exemple, utile de communiquer en termes plus accessibles aux épargnants sur les risques implicites à des rendements attrayants ou à l'inverse, sur le coût en termes de performances, des garanties protégeant le capital ? Les épargnants ont besoin de transparence et de clarté, les professionnels n'ont guère besoin d'être protégés d'eux-mêmes. Sur ce plan-là, l'offre d'analyse est suffisamment diversifiée pour qu'il ne soit pas nécessaire d'en modifier les conditions d'exercice autrement qu'à la marge.

NOTES

1. Les termes « analyste financier » recouvrent ici le métier des professionnels ayant pour métier de promouvoir, contre rémunération, un conseil d'investissement en actions. Par défaut, il s'entend comme étant spécialisé sur les actions cotées (par opposition aux produits dérivés sur actions et par opposition à la dette *corporate*).
2. L'expression *cash equity* définit le seul support actions par opposition aux produits dérivés *equity derivatives* et les titres convertibles, parfois d'ailleurs assimilés aux dérivés.
3. Confortable raccourci pour Télécom Media Technology.
4. En retenant un poids de France Télécom dans les indices de 100 % alors que seulement 50 % des titres étaient accessibles aux investisseurs, il se créait, par le jeu de la réplication du *benchmark* par les opérateurs, une course poursuite sans issue : plus le titre progressait, plus il y avait urgence à acquérir des titres, poussant ainsi plus haut le titre, du fait de la rareté artificielle créée par la pondération...

