

## LE NÉCESSAIRE RENOUVEAU DE L'ANALYSE FINANCIÈRE INDÉPENDANTE

JEAN DE DEMANDOLX DEDONS\*

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a, parmi ses missions fondamentales, la responsabilité du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés. C'est dans ce cadre que le Collège de l'AMF a souhaité, en décembre 2004, procéder, en concertation avec la place, à une étude approfondie du sujet de l'analyse financière indépendante. Le groupe de travail avait pour objectif, tout d'abord, de dresser un état des lieux en France et à l'étranger des expériences en la matière et d'apprécier la demande des investisseurs et gestionnaires en ce domaine. Il devait ensuite contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante et, enfin, réfléchir aux évolutions réglementaires susceptibles d'encourager son développement dans des conditions économiques viables. Le groupe de travail souhaitait conduire ses travaux en liaison avec l'ensemble des acteurs de la place potentiellement concernés<sup>1</sup>.

Depuis quelques années, le cadre juridique applicable aux analystes financiers, et dont une part importante datait de 2002<sup>2</sup>, a été profondément remanié. Désormais, la loi vise à la fois les analystes *sell side* intégrés aux sociétés de Bourse ou aux banques d'investissement, qui diffusent leurs analyses vers l'extérieur, les analystes *buy side*, qui œuvrent au sein des sociétés de gestion et/ou des investisseurs institutionnels, et, de manière distincte, les analystes indépendants définis comme « les personnes autres » que les deux catégories précédentes. La définition juridique de ces différents types d'analystes est issue de l'article L. 544-1 du Code monétaire et financier dont le champ d'application de la loi inclut toute personne qui exerce une activité d'analyse financière, à titre de profession habituelle, en produisant et en diffusant des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de

---

\* Président fondateur de la société de gestion de patrimoine J. de Demandolx & associés et de la société de gestion de portefeuilles agréée J. de Demandolx gestion, membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers (AMF), vice-président de l'Association française de la gestion financière (AFG).

diffuser une opinion sur l'évolution prévisible des prix des instruments financiers que ces sociétés émettent. Les dispositions d'application de ce texte figurent, désormais, dans le règlement général de l'AMF<sup>3</sup>. En parallèle, celui-ci a pris en compte la directive 2003/125/CE portant modalités d'application de la directive sur les abus de marché qui pose le principe de la présentation équitable des recommandations d'investissement et l'obligation de mentionner les conflits d'intérêts.

## UN ÉTAT DES LIEUX EN DEMI-TEINTE

Le sujet spécifique de l'analyse financière indépendante ne faisait pas l'objet jusqu'à présent d'une définition ou d'une approche particulière en France. À l'étranger, ce domaine est à l'honneur aujourd'hui, aux États-Unis et au Royaume-Uni principalement, où un certain nombre d'études et d'expériences dignes de considération ont été conduites. Celles-ci portent sur le financement par redistribution des amendes infligées à certains *brokers-dealers* et sur un système plus pérenne de commissions de courtage dites « partagées » permettant un choix plus ouvert d'analyses par les gestionnaires d'actifs. Aussi, l'AMF a-t-elle considéré ne pas pouvoir rester à l'écart de ce mouvement international en faveur d'une renaissance souhaitable de l'analyse financière indépendante.

Au cours des dernières années, les activités d'analyse financière dans le

monde et aux États-Unis en particulier ont, en effet, été traversées par une série de scandales : affaire Enron, contestation du prix des introductions en Bourse, pressions exercées sur les analystes par des banques et des émetteurs, conflits d'intérêts...

Sans atteindre une telle ampleur en France et en Europe, la situation de l'analyse financière ne mérite pas moins réflexion. L'analyse financière a subi, depuis l'éclatement de la bulle Internet, un double phénomène de réduction substantielle des équipes de recherche et de concentration des activités chez un petit nombre d'intermédiaires financiers et dans les sociétés de gestion les plus importantes. Cette évolution a eu comme corollaire un mouvement similaire de concentration du suivi des grandes valeurs. À ce jour, en France, de nombreuses sociétés, en particulier petites et moyennes, ne sont pratiquement plus suivies par la communauté des analystes financiers.

Le caractère souvent procyclique de l'analyse financière et le fait que ses recommandations soient couplées à la gestion indicielle ont aussi pu participer aux errements de la période dite de « bulle financière ». Le groupe de travail a analysé ce phénomène sur la base d'un échantillon composé des sociétés du CAC 40 et des recommandations d'analystes dont elles ont fait l'objet sur la période janvier 2000-avril 2005. Sur ces 40 sociétés, les consensus sont, dans une grande majorité, orientés à l'achat dans deux tiers des cas, à « conserver » pour le tiers restant. Lorsque les cours de Bourse des sociétés ont été à leur plus haut niveau, les consensus étaient orientés, dans la quasi-totalité des

cas, à l'achat (34 sociétés sur 38, contre 4 consensus « conserver »). Une fois le point le plus haut atteint, on observe également une certaine inertie des recommandations car le consensus ne se dégrade en moyenne que plus de 1 an après le point haut.

Par ailleurs, le financement de la recherche 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.

Dans ce contexte difficile à la fois sur les plans déontologique et économique, le développement de la recherche indépendante paraît constituer une réponse. L'analyse financière indépendante présente, en effet, l'avantage de ne pas être en conflit d'intérêts potentiel avec les activités de banque d'investissement et d'offrir une plus grande souplesse de gestion pour les banques désireuses d'externaliser cette fonction. La recherche indépendante permettrait aussi une meilleure couverture de certains secteurs de la cote dans la dynamique de la restructuration du marché des valeurs moyennes lancée récemment par Euronext.

Or, en matière d'analyse financière indépendante, seules subsistent quelques structures autonomes spécialisées principalement dans les valeurs moyennes. Il est également apparu que l'analyse financière indépendante ne disposait pas, à ce jour, du cadre réglementaire ou des moyens financiers lui permettant de se développer pleinement.

## DES MESURES POUR UNE NOUVELLE DYNAMIQUE

Partant de cet état des lieux, le rapport a formulé un certain nombre de recommandations pour que l'analyse financière indépendante puisse bénéficier d'une perspective de développement favorable et retrouve, à terme, une place plus centrale dans le dispositif des marchés financiers français. Des réflexions du groupe de travail sont nées une poignée de mesures phares proposées dans le rapport.

La création d'un « label AMF », dont l'objectif final consisterait à doter l'analyse financière indépendante d'un véritable statut, a ainsi été recommandée. Pour cela, l'AMF, qui régule la profession d'analyste financier depuis la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, devrait définir précisément les critères de ce label, et ce, afin de garantir le caractère réellement indépendant de ce type d'analyse financière, au plan tant capitalistique que juridique, commercial et financier. Concrètement, la mise en œuvre de cette recommandation devrait conduire à l'enregistrement par l'AMF des analystes financiers indépendants, directement ou indirectement au travers d'une adhésion à une association professionnelle. Les conditions d'accès à ce statut, telles que la reconnaissance de principes déontologiques spécifiques, l'interdiction de toute activité de conseil au profit des sociétés cotées concernées, des exigences en termes de compétence ou encore des règles de transparence sur les méthodes d'analyse, devraient être également définies.

Il est également proposé que le principe d'égalité d'accès des analystes aux informations diffusées par les sociétés cotées soit clairement établi et strictement respecté, que les analystes soient *sell side*, *buy side* ou indépendants. Cela porte notamment sur l'accès des analystes aux conférences sur les résultats, aux rencontres avec la direction opérationnelle de la société cotée et aux présentations lors d'opérations d'appel public à l'épargne ou de fusion-acquisition. Par ailleurs, le groupe de travail recommande qu'une société cotée ne puisse pas conditionner la participation d'un analyste, qu'il soit membre du *consortium* d'émission ou indépendant de l'opération, à la signature d'une clause de *black-out*, disposition qui consiste à imposer une période durant laquelle l'analyste ne peut formuler de recommandations ou de prévisions concernant le cours du titre sans l'autorisation de la société cotée.

Afin de renforcer l'objectivité du suivi des sociétés, le groupe de travail propose 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. L'objectif recherché est de garantir aux investisseurs, lors de ces opérations, une plus grande diversité des sources d'information, étant entendu que ce service devrait être correctement tarifé de façon à garantir une prestation de qualité.

Concernant le financement de l'analyse financière indépendante, le groupe de travail préconise deux solutions complémentaires.

Premièrement, à l'exemple du système récemment mis en place au Royaume-Uni, l'idée d'un paiement de l'analyse financière selon le mode de la commission de courtage à facturation « partagée » a été avancée. 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. Sur la base de cette facturation analytique plus claire, la partie de la commission payée pour le service d'analyse pourrait être, à son tour, rétrocédée à un bureau d'analyste financier indépendant, ou à une autre société de Bourse, désignée par le donneur d'ordre. Cette réallocation des moyens permettrait le financement de bureaux d'études de taille plus significative, indépendants et pérennes, et donc, on peut l'espérer, l'émergence d'une nouvelle forme d'analyse financière fondamentale.

Deuxièmement, le groupe de travail a proposé 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. 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 entre les différents bureaux d'analyse indépendante ayant une activité centrée sur la couverture des sociétés de moyenne ou petite capitalisation. Le groupe de travail propose que l'analyste financier désigné suivant cette procédure assure la couverture de la société dès son introduction en Bourse. Cela garantirait la diffusion d'au moins une analyse annuelle et de

flashs d'information réguliers sur les résultats ou chiffres d'affaires, ainsi que la diffusion de notes quand l'actualité le nécessiterait.

Par ailleurs, de façon à ce que l'analyste financier puisse exercer son métier dans la plus grande intégrité et transparence vis-à-vis des investisseurs, l'AMF pourrait faire office d'arbitre en cas de conflits entre analystes et sociétés cotées ou sociétés de Bourse. L'accomplissement de cette mission permettrait à l'AMF d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles des analystes financiers et de préserver leur rôle dans le marché. Les modalités pratiques de mise en œuvre de l'intervention de l'AMF restent néanmoins à définir, car le recours à l'arbitrage induit que les règles que doivent respecter les uns et les autres (analystes, responsables des sociétés au sein desquelles les analystes interviennent, émetteurs, investisseurs) soient suffisamment claires et que leurs conditions d'application puissent être appréciées au cas par cas.

Enfin, une coordination de la régulation de ces sujets au niveau européen, du fait de l'internationalisation des sociétés françaises cotées et de la localisation, souvent à l'étranger, des analystes financiers, doit accompagner les initiatives de plusieurs autres États membres et notamment du Royaume-Uni.

## LA MISE EN ŒUVRE DES PRÉCONISATIONS

Très consciente des risques de formalisme qui s'attachent à l'exercice de la régulation, l'AMF, sur ce sujet

comme sur d'autres, souhaite s'engager dans la voie de la meilleure régulation avec le souci de bâtir un dispositif efficace, cohérent et robuste. L'AMF capitalisera, pour ce faire, sur le dispositif de concertation et de consultation de la place qu'elle a mis au point depuis près de 2 ans et qui s'avère riche en enseignements et d'une grande efficacité.

L'AMF a donc procédé à une consultation extérieure des différentes parties prenantes sur l'ensemble des sujets précédemment mentionnés. Le Collège de l'AMF se prononcera sur l'opportunité de mettre en œuvre les différentes recommandations que prône le rapport et les actions à mener en conséquence. Il est certain que l'AMF aura à cœur que les modifications à venir intègrent les principaux paramètres économiques des activités d'intermédiation et de gestion exercées à Paris. Mais l'AMF garde aussi à l'esprit que les acteurs de la place ont un devoir collectif pour faire en sorte que le dispositif de régulation français soit en phase avec les changements dictés par les évolutions internationales.

Si l'AMF travaille actuellement en interne à une définition et à un statut de l'analyse financière indépendante, à partir de ses paramètres juridiques, économiques et déontologiques, il n'en reste pas moins que certains autres sujets nécessiteront que les acteurs eux-mêmes soient parties prenantes à leur mise en œuvre, voire initient d'eux-mêmes le mouvement. C'est chose faite sur au moins deux sujets majeurs pour lesquels l'AMF a retenu avec intérêt les propositions de professionnels d'engager des réflexions complémentaires,

suite à la publication du rapport de son groupe de travail. Ainsi, l'AMF laissera au dialogue interprofessionnel la possibilité de se développer avant d'envisager des modifications de la réglementation concernant la mise en œuvre pratique et les aménagements réglementaires que nécessiterait la mise en œuvre de la recommandation portant sur la distinction de la part de la rémunération allouée à l'exécution de celle affectée à l'analyse financière. Une approche de ce type est d'autant plus indispensable que, tant pour les intermédiaires que pour les sociétés de gestion, il est important d'éviter un cadre divergent de celui appliqué au Royaume-Uni<sup>4</sup>, compte tenu du caractère international de leur activité.

Par ailleurs, certains acteurs du marché se proposent de jouer un rôle moteur dans la mise en place d'un système mutualisé de financement de la recherche et de créer un groupe de travail entre tous les intervenants concernés de la place pour définir des règles sur l'attribution des fonds, la définition de la prestation à effectuer, la manière dont ces prestations seraient suivies et jugées, les sanctions éventuelles. Une évaluation du coût et de la faisabilité de ce projet devrait cependant être préalablement mise en œuvre. Les acteurs les plus volontaristes sur ce thème ne méconnaissent pas les difficultés de sa mise en pratique. Ils estiment toutefois l'enjeu suffisamment important pour y investir tout le temps nécessaire, même s'il est évident que le succès dépendra, en premier lieu, de la volonté des entreprises concernées de jouer le jeu et d'apporter suffisamment de fonds pour permettre le lancement d'une telle

opération. Celle-ci serait, en effet, de nature à améliorer la couverture des valeurs moyennes et donc de contribuer à la dynamique du marché boursier.

Enfin, dans l'hypothèse où des bureaux spécialisés en analyse financière se développeraient et souhaiteraient s'organiser pour promouvoir leurs services auprès des investisseurs institutionnels ou individuels, il serait utile que se mettent en place des associations professionnelles spécialisées dans l'enregistrement de ces professionnels. Le groupe de travail a recommandé, pour ce faire, un système « d'autorégulation encadrée » de la même manière que la loi l'a prévu pour les conseillers en investissements financiers (CIF)<sup>5</sup> :

- « autorégulation », car reposant sur des associations professionnelles auxquelles les bureaux spécialisés en analyse financière devraient obligatoirement adhérer ;

- « encadrée », car il reviendrait à l'AMF d'agréeer lesdites associations professionnelles, de vérifier leur propre indépendance par rapport aux autres acteurs du marché et d'approuver leur code de bonne conduite. Les principes essentiels devraient ressortir des règles prévues par chaque association à l'égard de ses membres ainsi que des contrôles auxquels elle procéderait.

La mise en œuvre concrète des différentes idées développées dans le rapport sur l'analyse financière indépendante se situe au cœur des préoccupations actuelles des marchés en termes d'asymétrie d'information et de relations de conflits d'intérêts susceptibles de mettre en péril la confiance du public. Au demeurant, le régulateur ne souhaite pas qu'un tel sujet se laisse

enfermer dans un dilemme stérile entre régulation et compétitivité, les deux notions n'étant pas, dans un tel contexte, antinomiques. Il ambitionne que dans les mois qui viennent, seront à la fois prises l'ensemble des mesures

réglementaires sur le cadre général indispensable au succès des réformes envisagées et lancées les initiatives auxquelles les acteurs de la place doivent impérativement s'atteler pour compléter efficacement la stratégie de l'AMF.

### NOTES

1. Le groupe de travail créé sur l'initiative du président de l'AMF et de son Collège, en décembre 2004, a publié, le 13 juillet 2005, les conclusions de son rapport avant de les soumettre à consultation publique jusqu'au 30 septembre 2005. Le rapport du groupe de travail et la synthèse des réponses à la consultation publique sont disponibles sur le site de l'AMF respectivement dans les rubriques « publications rapports de groupes de travail » et « consultations ».
2. Une décision générale du Conseil des marchés financiers (CMF) n° 2002-01 comportait des dispositions sur la rémunération des analystes, l'élaboration de l'analyse, l'indépendance de l'analyste et la gestion des conflits d'intérêts, et enfin la diffusion de l'analyse.
3. Livre III « Prestataires » du règlement général de l'AMF.
4. La Financial Services Authority (FSA) a posé une exigence réglementaire de transparence pesant seulement sur les sociétés de gestion et non sur les intermédiaires. Ce n'est qu'ensuite, pour faire face à cette exigence, que l'Investment Management Association (IMA) a élaboré, en concertation avec la London Investment Banking Association (LIBA), un code de bonnes pratiques. Le Code IMA-LIBA fixe ainsi les conditions dans lesquelles une information adéquate est fournie aux gestionnaires pour qu'ils puissent respecter leur obligation de transparence.
5. La loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 a créé un statut spécifique pour les CIF. Elle fait l'obligation aux CIF d'adhérer à une des associations professionnelles de CIF agréées par l'AMF et chargées de transmettre la liste de leurs adhérents à l'AMF, d'élaborer un code de bonne conduite et de veiller à la stricte application de ce dernier. L'agrément est délivré en application de l'article L 541-4 du Code monétaire et financier et des articles 335-11 à 335-24 du règlement général de l'AMF. La liste des associations agréées ainsi que celle des CIF adhérents à ces associations sont consultables sur le site Internet de l'AMF, dans la rubrique « CIF et démarchage fichier des CIF et associations agréées ».

