

« Les considérations déontologiques sont déterminantes pour une bonne pratique de l'analyse financière »

Les dérives qu'a connues le monde de l'analyse financière outre-Atlantique ont conduit les professionnels à se pencher sur l'élaboration de nouveaux équilibres. Bernard Coupez, président de la SFAF, expose ici quelques voies possibles.



Bernard Coupez
Président
SFAF

— *Ressentez-vous une pression médiatique exagérée sur le problème des analystes dans les médias ?*

Depuis deux ans, la fiabilité des comptes, la médiatisation des analystes financiers, le rôle du commissaire aux comptes et des administrateurs sont des sujets qui reviennent très souvent dans l'actualité. La dérive constatée aux États-Unis explique certainement une partie de cette surmédiatisation qui a, certes, culminé avec la bulle technologique. Cette dérive a également porté sur la confusion des rôles entre analyste *sell-side* et banquier d'affaires. On notera que certains analystes *sell side* (ceux qui exercent en établissements de crédit ou dans des sociétés d'investissement) agissaient comme intermédiaires financiers mais aussi en tant que participants particulièrement engagés dans des opérations d'introduction en bourse. Il convient d'ajouter que ces analystes étaient, le cas échéant, intéressés financièrement à la réussite de l'opération. Pratique très éloignée du Code de déontologie de la SFAF, que ce soit dans sa version de 1992 ou mise à jour en 2001-2002.

— *Que vous inspire l'affaire LVMH contre Morgan Stanley qui va être bientôt jugée en France ? (LVMH estime qu'une analyste de Morgan Stanley l'a sous-évaluée dans son étude en raison d'un conflit entre son employeur et LVMH)*

Le dossier évoqué porte sur les relations entre un émetteur et une banque d'affaires, employeur d'un analyste financier. L'intermédiaire financier doit garantir à son analyste qu'il peut exercer en toute indépendance intellectuelle son métier et donc émettre son avis en toute objectivité. C'est l'établissement employeur qui doit fournir à l'analyste cette garantie, mais les émetteurs doivent aussi accepter qu'une opinion puisse être librement émise. Sur cette question, la SFAF est donc légitimement inquiète que le débat entre émetteur et analyste porte sur une responsabilité juridique de l'opinion émise par l'analyste. On peut comprendre que la place attend avec un intérêt certain la décision du tribunal.

— *Croyez-vous à l'efficacité des murailles de Chine dans les banques d'investissement entre les banquiers d'affaires d'un côté et les analystes de l'autre ?*

Si on remet en cause la possibilité de créer une réelle muraille de Chine, notamment dans les banques d'investissements entre les services de banque d'affaires et les équipes d'analystes, on remet en cause la possibilité d'avoir des banques intégrées tant en produits qu'en type d'activités. En outre, on prend le risque d'affaiblir des acteurs qui s'affrontent globalement entre les deux rives de l'Atlantique. La vraie question n'est pas

de dire s'il faut supprimer les conflits d'intérêts, ce qui reviendrait à ne créer que des « boutiques ». La vraie question est de gérer ces conflits d'intérêts en bonne intelligence, soit en les annonçant, soit en les organisant et en instaurant des cultures déontologiques appropriées. Les déontologues ont ici un rôle central à jouer. Comme on peut le constater, la sensibilisation est actuellement très forte aux États-Unis comme en France, et j'espère qu'elle perdurera à ce niveau quand le marché repartira dans une dynamique haussière.

— *Quel est votre sentiment sur le financement de la recherche ?*

Le financement de la recherche est à la croisée des chemins : il concerne les émetteurs, les intermédiaires financiers et les investisseurs finaux. Comme l'a montré le cas américain au moment de la bulle financière, le financement de la recherche était largement assuré par les opérations financières primaires, alors que la production d'analyse financière se fait essentiellement à destination des investisseurs finaux. Cette situation paradoxale a nui à la crédibilité intellectuelle de la recherche auprès des investisseurs.

Transparence et cohérence agitent de plus en plus les sociétés de gestion, confrontées aux questions de leurs propres clients : elles prennent conscience du coût de la recherche. Demain encore

plus qu'aujourd'hui, il conviendra d'expliquer les raisons pour lesquelles un investisseur fait appel à de la recherche externe et la manière dont il la finance ou compte l'acheter.

Depuis les années soixante-dix, les maisons d'intermédiation financière ont progressivement estimé nécessaire d'étoffer leurs services d'exécution d'ordres par une production de recherche permettant d'éclairer l'investisseur final ou institutionnel sur les choix d'arbitrage ou de placement sur les marchés. Aujourd'hui, le *business model* dominant consiste à rémunérer les bureaux d'études par les flux de courtage. Ce modèle a encore de l'avenir en Europe, et ce particulièrement si la transparence est renforcée dans l'industrie financière sur les différentes prestations des intermédiaires.

Dans un marché baissier, en termes de revenus, les grandes banques intégrées ont fait et font des arbitrages dans leurs coûts, réduisant soit le nombre d'analystes ou leur rémunération variable, soit la couverture des émetteurs voire les trois en même temps. Simultanément, des équipes de petite taille ciblées sur une niche de marché que les Anglo-Saxons appellent des « boutiques » sont apparues ou se sont développées tant aux États-Unis qu'à Londres. Ces structures cherchent à vendre leur expertise d'une manière différente du couplage actuel entre courtage et recherche. Cela peut prendre différentes formes, sans que les actuelles soient définitivement implantées : par exemple, sous forme d'abonnement ou sous forme de délégation de courtage, comme c'est souvent le cas à New York et à Londres.

La question du financement de la recherche ne devrait pas concerner uniquement les intermédiaires financiers et les investisseurs finaux. Il me semble que c'est devenu également un enjeu majeur pour les émetteurs, en particulier les petites et moyennes capitalisations boursières. En raison de l'ajustement évoqué plus haut dans l'intermédiation financière, on note aujourd'hui que nombre d'émetteurs de taille moyenne ou petite voient disparaître progressivement le nombre d'analystes qui les suivent. Les raisons en sont nombreuses : faible flottement, désintérêt des investisseurs à propos du secteur, européanisation des gestions. Tout cela se traduit par un niveau moyen de transactions boursières sur beaucoup

de titres considérés en forte baisse et de manière tendancielle. Maintenir le coût de la prestation des analystes devient durablement disproportionné pour l'institution financière face aux revenus actuels ou potentiels. Au total, en dessous d'un nombre minimal d'analystes qui suit une société (quatre ou cinq analystes, par exemple), le degré de visibilité du marché sur l'évolution de l'entreprise cotée s'affaiblit très vite et souvent de manière durable. La principale victime de cette situation devient l'entreprise qui cherche ou a cherché à se financer dans le marché et voit disparaître les acteurs qui s'intéressaient à son devenir.

Ne pourrait-on pas imaginer que ces entreprises contribuent, si elles estiment que la communication financière est un élément essentiel de leur stratégie de cotation, au financement de l'émergence d'études sur les entreprises cotées ? Il faudrait bien sûr garantir simultanément trois concepts : indépendance intellectuelle des analystes, pas de distorsion de concurrence entre les intermédiaires financiers et des mécanismes de nature à évacuer la tentation de complaisance entre émetteur et intermédiaire financier, à propos duquel les investisseurs finaux sont sensibles. Au moment de leur introduction en bourse, les entreprises émettrices pourraient ainsi provisionner un montant évalué à l'avance pour les premières années, logé par exemple auprès de l'entreprise de marché et qui serait débloqué pour pouvoir faire des études, en plus du banquier introducteur, par d'autres intermédiaires choisis sous forme d'appel d'offres, qu'ils soient des bureaux d'études de banques intégrées ou des sociétés de bourse au capital indépendant.

— *Quelle est votre réaction sur l'amendement du projet de loi de la sécurité financière adopté par le Sénat en première lecture ?
Quelle est la prochaine étape ?*

Le texte voté par le Sénat fait apparaître deux avancées majeures : d'une part, la reconnaissance officielle de la profession et d'autre part, l'affirmation d'organiser l'indépendance intellectuelle des analystes financiers. Ce texte devrait être soumis dans quelques jours à l'Assemblée nationale. ●

Propos recueillis par G. H.