

BERNARD
COUPEZ

Président

Société française
des analystes financiers
(SFAF)



© ALBERT ZÉRI

«Il faut des règles, des procédures et des pratiques évitant de mettre en cause l'intégrité intellectuelle et l'indépendance des analystes financiers»

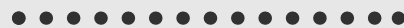
La faillite du courtier Enron, la septième entreprise américaine, a jeté le doute sur les méthodes comptables des grands groupes américains et les informations communiquées par les entreprises aux marchés. Qu'en est-il en France ? Bernard Coupez expose ici le point de vue des analystes financiers français.

■ Malgré une perte de 618 millions de dollars au troisième trimestre 2001, et l'annonce de la disparition de 1,2 milliard de dollars du capital à cause de transactions douteuses, les analystes sont restés positifs sur l'entreprise américaine Enron pendant plusieurs semaines précédant la faillite. Quelles réflexions cela vous inspire-t-il ?

Pour qu'un marché soit efficient, il faut qu'il soit transparent. Pour qu'il soit transparent, il faut qu'il puisse disposer d'une information en flux continu, de qualité, et crédible. Cela implique que l'analyste financier ou l'investisseur final n'ait pas à s'interroger sur la réalité économique derrière la réalité comp-

table. Les normes comptables correspondent à une logique, d'autant plus cohérente, dans le cas des normes américaines, qu'elles sont extrêmement précises sur la formalisation à adopter dans certaines circonstances. L'analyste utilise des informations comptables comme des données objectives : celles-ci

Bernard Coupez



- Président de la Société française des analystes financiers (depuis le 11 mai 2000).
- Directeur de la recherche externe et des relations brokers BNP Paribas Asset Management (depuis mars 2000).
- Créateur et responsable de la recherche actions France-Europe de BNP Gestions SA (1997).
- Auparavant, économiste chez Data Ressources Inc, et Economic Research International Inc.
- Analyste gérant de portefeuille chez Almanij-Kredietbank.
- 41 ans, né à Bruxelles, diplômé de l'Université de Louvain.

doivent refléter la société telle qu'elle était à la sortie des comptes. La prudence comptable devrait faire que l'on considère les événements après la clôture des comptes. Cette notion de crédibilité et de véracité des comptes a été mise à mal par l'affaire Enron. Effectivement, un analyste doit faire preuve d'esprit critique. Il y a eu des indices. Mais, les dirigeants – directement ou indirectement – ont considéré normal de fausser l'information transmise au marché, et aux auditeurs. À ce jour, on ne distingue pas où sont les responsabilités, chez les auditeurs ou chez l'émetteur. Ce dossier soulève un problème éthique : si l'on fait appel au marché, ce n'est pas pour le flouer, mais pour avoir des actionnaires qui puissent avoir confiance dans la stratégie et le management de l'entreprise. Quand un analyste étudie les comptes, il apprécie la stratégie et le développement envisagés par l'entreprise. C'est sur cette base qu'il formule un diagnostic. Ensuite, en distinguant clairement des hypothèses de travail – environnement sectoriel ou macroéconomique –, il finalise une opinion en utilisant un instrument tel qu'un compte de résultats prévisionnels. En France, depuis le rapport Lepetit, les rôles sont clairs : aux entreprises de se fixer des objectifs, et aux analystes de faire des prévisions sur ces entreprises. Dans le cas d'Enron, les analystes semblent avoir, dès le départ, été mis dans une situation où l'entreprise a cherché de manière consciente et systématique à masquer au moins une partie de la réalité.

■ Qu'est-ce qui aurait dû éveiller un doute chez les analystes financiers ?

Ils auraient pu s'interroger sur la raison économique de l'entrelacement de différents liens juridico-économiques entre les différentes sociétés créées offshore ou onshore. Ces différents éléments ont servi à masquer une réalité économique, à savoir que le chiffre d'affaires de l'entreprise était en grande partie la conséquence d'une refacturation

interne. Dans son diagnostic, en examinant l'ensemble des éléments sur cette entreprise, un bon analyste aurait effectivement dû s'interroger sur le pourquoi et le comment de l'utilisation d'innovations financières, et le devenir de l'activité. En revanche, si c'est à l'analyste à poser des questions, c'est à l'entreprise d'expliquer sa stratégie et son fonctionnement. L'analyste est comme n'importe quel investisseur : il a à sa disposition des comptes certifiés, et il part de l'a priori que ces comptes reflètent une réalité certaine. Aurait-il fallu être plus prudent sur le contenu de certaines études parvenues tardivement ? Le débat concerne un certain nombre de recommandations complètement inadéquates. Je me demande pourquoi des analystes de qualité aux Etats-Unis ont jugé bon de maintenir un enthousiasme qui devenait de moins en moins approprié au profil d'Enron.

■ Cette attitude est-elle due à des conflits d'intérêt au sein de certaines banques entre les activités de conseil et de crédit ?

Par définition, il y a des conflits d'intérêt. Le problème, c'est de mettre en place des règles, des procédures et des pratiques qui évitent de mettre en cause l'intégrité intellectuelle et l'indépendance des analystes financiers. D'ailleurs, on ne peut pas exercer ce métier correctement sans une indépendance d'esprit intellectuelle et si les structures des maisons où l'on travaille (banques d'investissement, intermédiaires boursiers ou sociétés de gestion) n'y prédisposent pas. Au cours des derniers mois aux Etats-Unis, on a parlé des conflits d'intérêt entre le degré de rémunération des analystes et leur fonction exacte dans le processus de validation d'un appel d'offres, du rôle du res-

pensable de la recherche par rapport au *corporate finance*. De grandes maisons anglo-saxonnes ont pris des mesures pour être plus strictes en la matière. Enfin des procès ont tourné sur la question de l'obligation de moyens ou de l'obligation de résultats. Comme les médecins, nous sommes tenus à une obligation de moyens, mais pas de résultats. C'est l'esprit du code de déontologie de la SFAF en France : il datait de 1992 et était à l'époque prémonitoire. Son actualisation est en cours.

■ En effet, aux Etats-Unis, le NYSE et le NASD (qui supervisent la Bourse de New York et le Nasdaq) viennent d'adopter des règles déontologiques pour mieux encadrer le travail des analystes et les protéger des pressions de leurs employeurs. Qu'en est-il en France ?

Le code de déontologie de la SFAF a été examiné fin janvier par le collège de la Cob (qui a salué le travail de la commission de déontologie de la SFAF). Il nous a fait part de ses remarques. Elles seront intégrées dans notre document final. Parallèlement, nous attendons l'accord du CMF sur les questions de sa compétence. Ce code reviendra sur la déontologie à titre personnel des analystes financiers, en précisant un certain nombre de cas de figure. Il abordera également les conflits d'intérêt entre les analystes financiers et leurs employeurs, et la manière d'éviter ces conflits. Le code définira aussi comment diffuser les rapports de recherche, la procédure, les principes de base à suivre. Ces thèmes constituent une

préoccupation pour l'ensemble des membres de la SFAF, mais aussi pour la place financière de Paris. Nous nous réjouissons donc de la collaboration fructueuse et intense entre la Cob, le CMF et la SFAF.

Aux Etats-Unis, le NYSE et le NASD viennent d'imposer d'autorité des règles nouvelles, alors que nos confrères de l'AIMR (Association for investment management and research) avaient effectivement travaillé sur le sujet. En France, la démarche est beaucoup plus «auto-régulatrice» : la SFAF a pris l'initiative d'aborder le sujet et de se concerter avec la Cob et le CMF. Je plaide beaucoup pour mettre en place des structures de concertation qui visent à responsabiliser le métier. C'est d'autant plus important qu'il évolue dans le temps. Il faut de l'autorégulation, de la souplesse et de l'intelligence pour prendre en compte les spécificités de notre métier. Aux Etats-Unis, les choix qui ont été faits me paraissent l'avoir été sous la pression – à juste titre – de l'inquiétude des éparpillés et du Congrès.

■ Une défaillance du système de contrôle des comptes comparable à celle qui est intervenue sur Enron est-elle envisageable en France ?

Je me réjouis d'apprendre que le CNCC envisage de faire avec la Cob la liste des points sur les engagements hors-bilan sujets à des précisions sur leur comptabilisation et sur les conséquences qu'ils pourraient avoir sur la présentation des comptes. La bonne démarche, c'est de tirer la leçon de ce qui a pu se produire dans un autre univers réglementaire.

Sommes-nous protégés de ces événements en France ? On n'est jamais à l'abri d'une dérive, d'une brebis galeuse dans une profession, dans un secteur ou dans une entreprise. En revanche, loin de moi l'idée de penser que le cas Enron est un cas général, aux Etats-Unis ou en France. Il faut être vigi-

lant sur les leçons que l'on en tire, car ce sont des situations extrêmes.

En France, deux éléments sont à souligner :

- la notion de co-commissariat aux comptes a le mérite d'éviter un dialogue bilatéral entre l'entreprise et son auditeur. Les autorités américaines vont probablement creuser cette piste ;
- la démarche effectuée entre le Conseil national des commissaires aux comptes et la Commission des opérations de bourse à propos de la Commission de déontologie sur l'information, va rendre responsables les acteurs de cette profession à des degrés divers.

“La grande question que soulèvent les normes IAS au stade actuel c'est qu'elles ont besoin d'être précisées par des règles d'application à l'horizon 2005.”

Je m'en félicite en tant qu'analyste financier, car j'ai besoin de continuer à croire dans les comptes que les auditeurs mettent à ma disposition. La SFAF considère que lorsqu'une entreprise communique au marché, il est souhaitable qu'elle ne le fasse plus uniquement sur la base de comptes audités de manière annuelle. Si elle communique de manière intermédiaire, il faut alors disposer au minimum d'une version allégée d'audit par les commissaires aux comptes : c'est un des points que nous mentionnerons dans notre prochain guide sur la communication entre émetteurs et analystes financiers.

En Europe, nous sommes à la croisée des chemins sur une réflexion qui existait déjà et qui se développe sous l'influence de la Commission de Bruxelles : obliger les entreprises cotées en Europe à utiliser les normes IAS à partir de 2005. Dans le cas d'Enron, les

principes de base des normes IAS auraient probablement fait en sorte que l'auditeur s'interroge non seulement sur l'aspect formel de la mise en place d'un certain nombre de procédures, comme c'est le cas dans les US GAAP, mais qu'il aille plus loin dans l'interprétation éventuelle des faits qui lui étaient présentés. Et également, qu'il s'interroge sur le fait de communiquer dans le rapport sur ce sujet, indépendamment de la question de savoir si ce type de rapport a été allégé par la suite.

■ Vous faites allusion aux sociétés non consolidées dans les comptes d'Enron ? Avec les futures normes IAS que serait-il apparu ?

Les normes IAS, attendues à l'horizon 2005, sont plus sévères en termes de consolidation que les normes US Gaap actuelles. Une partie du débat aux Etats-Unis tourne autour de cette question. On devrait en tirer des conclusions plus précises pour la consolidation. La grande question que soulèvent les normes IAS au stade actuel, c'est qu'elles ont besoin d'être précisées par des règles d'application à l'horizon 2005. Les analystes financiers, en particulier européens, sont néanmoins très demandeurs de cette évolution.

■ Quelle est votre vision du risque en tant qu'analyste ?

On ne peut pas reprocher à des financiers d'être innovants, mais il faut l'être en toute bonne foi. Dans le cas d'Enron, il y a un doute. En principe, quand les entreprises utilisent une nouvelle technique, elles le font pour maximiser leurs intérêts et ceux de leurs actionnaires, dans le cadre des contraintes réglementaires existantes. Mais à quelle vitesse fait-on les innovations, les comptabilise-t-on, met-on en place les procédures et les circuits appropriés de contrôle ou de délégation de contrôle ? Le grand risque, c'est qu'il y ait un décalage entre ces trois dimensions. ■

Propos recueillis par Roselyne de Clapiers.