

VERS UNE ANALYSE FINANCIÈRE INDÉPENDANTE?

François Degeorge

Le débat sur l'analyse financière indépendante est récemment resurgi, après l'effondrement des valeurs de haute technologie en 2000, et les scandales récents de Wall Street. Les procès intentés par le procureur de l'État de New York, Eliot Spitzer, ont donné lieu fin 2002 à un « accord global » censé apporter remède aux dysfonctionnements de l'analyse financière outre-Atlantique. Cette brève contribution vise à faire le point sur ce débat. On analysera successivement les activités des analystes financiers et leur valeur ajoutée, les pressions sur l'indépendance des analystes, l'accord global de 2002 aux Etats-Unis et son impact sur le développement d'une analyse financière indépendante [1].

L'ACTIVITÉ DES ANALYSTES FINANCIERS ET LEUR VALEUR AJOUTÉE

Dans leur activité traditionnelle, les analystes financiers collectent des informations sur les entreprises qu'ils suivent - à travers les comptes, leurs contacts directs avec leurs entreprises... - et forment une opinion sur celles-ci, qu'ils expriment dans des notes de recherche, des prévisions de résultats et des recommandations d'achat, de vente ou de conservation d'actions. Mais les analystes exercent aussi une part importante de leur activité dans le domaine de *l'investment banking*, notamment les opérations d'émissions de titres. Ils sont souvent mis à contribution pour les opérations de *due diligence* préalables aux opérations, et même durant la phase de placement des titres: il n'est pas rare de voir des analystes participer aux *road shows*, par exemple. Si cette contribution des analystes à *l'investment banking* n'est pas nouvelle, elle s'est considérablement développée durant les années 1990.

Plusieurs études ont montré que les recommandations des analystes financiers ont de la valeur pour les investisseurs. Womack (1996) montre que les prix des actions réagissent dans le sens des recommandations des analystes au moment de leur publication, puis continuent dans cette direction pendant plusieurs mois. Barber et al. (2001) montrent qu'une stratégie d'investissement fondée sur un consensus de recommandations offrirait aux investisseurs des rentabilités anormales.

L'analyse financière est donc potentiellement un outil de grande valeur pour la gestion d'actifs. Si cet outil se trouvait émoussé, de fait, par exemple, d'un manque d'indépendance des analystes, les gestionnaires s'en trouveraient pénalisés.

LES PRESSIONS SUR L'INDÉPENDANCE DES ANALYSTES FINANCIERS

Des pressions multiples pèsent sur l'indépendance des analystes.

Celle-ci a plusieurs aspects: indépendance économique, la plus facile à cerner peut-être. Mais aussi indépendance intellectuelle, plus fragile et moins facile à protéger.

Une première source de pressions pour les analystes vient de leurs employeurs. Par leurs recommandations et leurs notes de recherches, ils favorisent l'activité de

courtage. Or, une recommandation à l'achat s'adresse à l'ensemble des investisseurs, tandis qu'une recommandation de vente ne s'adresse, en pratique, qu'aux détenteurs du titre en question (peu d'investisseurs souhaitent se risquer à des ventes à découvert).

L'analyste peut être alors tenté de surpondérer les recommandations d'achat, plus susceptibles de générer des commissions de courtage, par rapport aux recommandations de vente.

On observe effectivement un pourcentage nettement plus élevé de recommandations à l'achat qu'à la vente (près de 70 % des recommandations fin 2000 étaient à l'achat). Shiller (2000) interprète ce déséquilibre comme une preuve que les recommandations des analystes ne sont pas objectives. D'autres interprétations sont cependant possibles. Tout d'abord, les sociétés d'analyse financière indépendantes (par définition, exemptes de conflit d'intérêts) ont, elles aussi, tendance à émettre nettement plus de recommandations à l'achat qu'à la vente.

Le phénomène pourrait résulter d'un effet de sélection des titres, les analystes se concentrant sur les recommandations d'achat et omettant les recommandations de vente. Certains soutiennent aussi que les recommandations des analystes sont relatives et non absolues: si un investisseur souhaite rester présent dans le marché boursier en dépit d'un risque de baisse générale, un analyste peut être fondé à ne pas émettre que des recommandations de vente. Peut-être aussi les analystes d'aujourd'hui sont-ils influencés par les 20 dernières années de marchés boursiers généralement haussiers, et sont-ils incapables de concevoir une période de baisse: cette conception peut être excessivement optimiste, mais elle n'est pas à mettre au compte d'un conflit d'intérêts.

Le soutien des analystes aux activités de banque d'investissement peut aussi créer un conflit, clairement illustré dans un mémorandum de Morgan Stanley publié par le *Wall Street Journal* en 1992: « Notre objectif... est d'adopter une politique pleinement comprise par toute la banque, y compris le service d'analyse financière, de ne pas émettre de jugements négatifs ou controversés sur vos clients, suivant en cela une pratique raisonnée des affaires ». La période d'euphorie Internet a donné lieu à des accusations similaires. Henry Blodget, analyste « gourou » de Merrill Lynch, a ainsi été accusé de ne maintenir une recommandation d'achat sur GoTo.com que parce que Merrill Lynch espérait obtenir un mandat pour une émission d'actions. Ce n'est que lorsque GoTo.com a choisi Crédit Suisse First Boston que Blodget a changé sa recommandation sur le titre.

Dans le cas des introductions en Bourse, une étude de Michael et Womack (1999) montre que les analystes affiliés à la banque ayant introduit une société en Bourse (1) émettent des recommandations plus favorables que les autres, (2) surtout quand le titre sous-performe après l'émission, (3) et que les investisseurs qui suivent ces recommandations s'en trouvent mal.

Faut-il s'émouvoir de ces résultats, qui suggèrent une certaine duplicité des analystes vis-à-vis de leurs clients investisseurs? Tout dépend de la conception que l'on se fait du marché boursier. Pour certains, ces résultats montrent clairement le besoin d'une analyse financière indépendante, au besoin imposée par la réglementation. Pour d'autres, le principe de *caveat emptor* doit prévaloir. Une étude récente de Malmendier et Shantikumar (2004) offre un éclairage supplémentaire sur ce débat. Travaillant au niveau des transactions boursières individuelles, les auteurs

trouvent que tous les investisseurs ne sont pas égaux devant les conflits d'intérêts des analystes. Les investisseurs institutionnels semblent décoder les incitations des analystes - notamment des analystes affiliés aux banques ayant introduit des titres - et ajustent leurs décisions d'investissement en conséquence. Au contraire, les investisseurs individuels semblent beaucoup plus naïfs, exerçant une pression positive sur les actions recommandées à l'achat.

Mais les pressions que subissent les analystes financiers ne viennent pas que de leurs employeurs. Les dirigeants des sociétés suivies peuvent également essayer d'influencer la couverture de leur titre. L'accès à l'information peut constituer une arme redoutable: un analyste privé d'information par la société dont il suit le titre ne peut plus exercer convenablement son travail, et il a donc tout intérêt à rester dans les bonnes grâces des dirigeants. De nombreuses anecdotes suggèrent que ces pressions existent et que certains analystes ont subi des représailles en conséquence d'une couverture négative d'une société. Une étude de Lim (2001) offre une validation plus systématique - quoiqu'indirecte - de la même thèse. Elle montre que l'optimisme des prévisions de bénéfices est d'autant plus fort qu'il concerne des sociétés pour lesquelles peu d'informations sont disponibles (et donc pour lesquelles la menace de coupure de l'accès à l'information serait plus coûteuse pour l'analyste, si mise à exécution). Elle montre aussi que les analystes de sociétés de courtage plus petites (disposant donc de moindres ressources) et les analystes moins expérimentés sont plus optimistes, confirmant l'idée que la dépendance vis-à-vis de la société suivie pour l'accès à l'information pourrait influencer la couverture par l'analyste.

L'impression diffuse est donc d'un optimisme excessif des analystes, tant pour les recommandations que pour les prévisions de bénéfices.

Une étude de Hong et Kubik (2003) relie les trajectoires de carrière des analystes à la qualité et à l'optimisme de leurs recommandations.

Ils montrent que les analystes plus précis dans leurs prévisions ont une meilleure progression de carrière. Mais ils relèvent aussi que les analystes plus optimistes que le consensus progressent également plus vite - à précision donnée - et cet effet est d'autant plus fort que les analystes couvrent des titres de sociétés clientes pour des opérations de banque d'investissement.

Mais les analystes sont-ils réellement optimistes dans leurs prévisions ? DeGeorge, Patel et Zeckhauser (1999) notent que le bénéfice que cherchent à prévoir les analystes n'est pas un chiffre objectif. Il peut être manipulé par les dirigeants d'une entreprise, en fonction même des prévisions émises par les analystes. Ainsi, l'apparent optimisme des analystes financiers peut résulter d'une manipulation des résultats par les entreprises: si les entreprises cherchent à annoncer le plus souvent possible des résultats dépassant légèrement le consensus de prévision, mais décident de « charger la barque » lorsque le consensus des prévisions est trop difficile à atteindre, alors la distribution des erreurs de prévisions (résultat effectif moins consensus de prévision) sera asymétrique, avec une médiane nulle et une moyenne négative: c'est effectivement la distribution qu'on observe empiriquement. En somme, force est de constater que la question de l'optimisme excessif des analystes, et de son lien éventuel avec des conflits d'intérêts, est encore largement ouverte.

D'autres pressions peuvent venir d'investisseurs institutionnels clients de l'employeur de l'analyste. Une recommandation négative sur un titre peut avoir un effet colossal sur la valeur de leur portefeuille. Les mêmes investisseurs qui plaident pour une plus grande indépendance de l'analyse financière sont les derniers à vouloir une baisse de la recommandation d'un titre qu'ils détiennent dans leur portefeuille.

Enfin, certaines pressions sur les analystes peuvent résulter d'effets d'imitation, suivant le principe que « mieux vaut avoir tort avec les autres que tort tout seul ». Une étude de Hong, Kubik et Solomon (2000) montre que les analystes plus âgés ont tendance à émettre leurs recommandations avant les analystes plus jeunes, et sont plus enclins à dévier du consensus. Ils interprètent leurs résultats comme cohérents avec les effets de *herding*, les analystes plus jeunes, ayant une réputation moins établie, étant sans doute plus sujets aux pressions du marché que les analystes chevronnés. Notons que si ce résultat indique un manqué d'indépendance intellectuelle de la part des analystes, il n'est pas le fait d'un conflit d'intérêts.

L'ACCORD GLOBAL DE 2002: VERS UNE ANALYSE FINANCIÈRE INDÉPENDANTE?

L'effondrement du marché boursier des valeurs de haute technologie en 2000 a mis au premier plan les conflits d'intérêts des analystes financiers. Des pratiques que l'on pouvait jusqu'alors justifier au nom des « synergies » sont apparues brusquement douteuses, et ont été parfois

(non sans exagération) tenues pour responsables des déboires de la bourse. En décembre 2002, la SEC, le procureur de l'État de New York, les Bourses américaines et 10 grandes banques ont conclu un accord pour 5 ans. Les termes principaux sont les suivants:

- séparation des liens entre recherche et banque d'investissement: en particulier, l'évaluation et la rémunération des analystes ne peuvent dépendre du secteur banque d'investissement;
- la décision de couvrir une société ne pourra être prise que par le service de recherche, en l'absence de toute influence de la banque d'investissement;
- les analystes financiers ne pourront participer à l'effort commercial de banque d'investissement (notamment les *road shows*);
- enfin, les banques doivent contribuer environ 500M\$ sur 5 ans pour financer des sociétés de recherche indépendantes.

Il est encore trop tôt pour juger de l'efficacité de l'accord américain pour promouvoir une analyse financière indépendante. Bornons-nous à quelques remarques. L'analyse que nous avons faite des pressions sur l'indépendance des analystes financiers montre que qu'elles sont loin d'être toutes imputables aux conflits d'intérêts des analystes. Par exemple, si tant est que les analystes sont excessivement moutonniers, ou qu'ils sont trop optimistes par souci de se ménager les bonnes grâces des sociétés qu'ils suivent, l'accord américain sera impuissant à changer ces comportements. Autrement dit, pour autant que l'accord améliore l'indépendance économique des analystes, il n'améliore pas nécessairement leur indépendance intellectuelle.

Par ailleurs, il n'est pas exclu que les termes de l'accord américain, conclu à la hâte et non exempt d'influences populistes dans le climat des scandales financiers de l'époque, contiennent, en germe, des effets pervers. Ainsi, les coûts supplémentaires supportés par les banques pourraient les conduire à réduire leur activité de recherche interne, ce qui se retournerait contre les investisseurs.

En réalité, dans beaucoup d'activités bancaires - et l'analyse financière n'est pas une exception - ce qui peut apparaître comme un conflit d'intérêts peut aussi se défendre comme une synergie.

On peut reformuler cette idée en se reportant à l'article classique de Jensen et Meckling (1976) sur les coûts d'agence. L'une de ses idées fortes est qu'il serait illusoire de vouloir réduire à néant les coûts d'agence - on peut seulement espérer les minimiser. De même, la complexité d'une activité bancaire telle que l'analyse financière rend inévitables de nombreuses pressions contradictoires. Leur existence ne signifie pas pour autant que l'analyse financière produite soit sans valeur. Si les débats récents ont contribué à faire comprendre que l'analyse financière n'est pas, et ne peut être, produite dans une tour d'ivoire garantissant son objectivité, ils auront peut-être rendu le meilleur service possible aux investisseurs et à la communauté financière.

NOTE

[1.] Cet article s'intéresse exclusivement à l'analyse financière sell-side, mais cette problématique concerne indirectement le buy-side. Dans la mesure où une analyse sell-side indépendante pourrait se développer, elle offrirait un substitut partiel à l'analyse buy-side.

BIBLIOGRAPHIE

BARBER Brad, LEHVERY Reuven, McNICHOLS Maureen et TRUEMAN Brett (2001), «Can investors profit from the prophets? Analyst recommendations and stock returns», *Journal of Finance* 56:531-563.

BONI Leslie, et WOMACK Kent (2002), «Wall Street's credibility problem: misaligned incentives and dubious fixes?», *Brookings Papers on Economic Activity*.

DEGEORGE François, PATEL Jayendu et ZECKHAUSER Richard (1999), «Earnings management to exceed thresholds», *Journal of Business* 72:1-33.

HONG Harrison et KUBIK Jeffrey (2003) «Analyzing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts», *Journal of Finance* 58:313-351.

HONG Harrison, KUBIK Jeffrey et SOLOMON Arnit (2000), «Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts», *Rand Journal of Economics* 31,121-144.

JENSEN M., MECKLING W., (1976) «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3,305-360.

LIM Terence (2001), «Rationality and analysts' forecast bias», *Journal of Finance* 56:369-385.

MALMENDIER Ulrike, et SHANTIKUMAR Devin (2004), «Are investors naïve about incentives?», mimeo, Stanford University.

MICHAELY Roni et WOMACK Kent (1999) «Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations», *Review of Financial Studies* 12:653-686.

SHILLER Robert (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

WOMACK Kent (1996), «Do brokerage analysts' recommendations have investment value?» *Journal of Finance* 51:137-167.