

Fact Sheet On The Main Findings Of The AFM's Committee On Independent Research

Commissioned by : L' Autorité Des Marchés Financiers – The French Regulator

Report On The Work Of Independent Financial Analysts: "Pour Un Nouvel Eessor De L'analyse Financière Indépendante Sur Le Marché Francais" (Dated : 27th June 2005)

The Group's Conclusions (Paraphrased)

(1) currently French research is dominated by the investment banks and the most important fund management organisations, with a few independent research bureaus, concentrating mainly on mid sized stocks; (2) coverage is very uneven, with a bias towards large cap research distributed to top ranking institutions; (3) outside France buy side and independent research bureaus, mainly concentrating on sectors, have developed (4) independence is a state of mind and researchers are confronted with multiple conflicts including investment banking conflicts and the benchmarking by large investors, distracting from fundamental analysis; (5) there is a tendency for a herd mentality – a 'pro-cyclical' stance (6) there is a lack of transparency in the payment of research, as neither broker commissions or asset management fees identify research value-added; (7) the regulators in the UK and in the US have taken initiatives in terms of financing of independent research through reallocation of fines and the separate identification of research and execution costs ; (8) in France there has not been a supportive regulatory or financing environment, although that could be useful. Overall, the group underlined the need for the correct regulatory and fiscal parameters to create the conditions to bring new growth to the French quoted sector. The plan must have economic critical mass to encourage active financial analysis, with a focus on fundamentals.

Summary Of Recommendations

- (1) That within its regulatory framework, the AMF takes the role of establishing a definition of independent research based on legal, economic and compliance parameters.
- (2) That the AMF registers independent financial analysts, directly or indirectly, for instance through membership of an approved professional association.
- (3) To affirm the principle of the equality of access to financial information on quoted companies for all registered analysts covering the stock concerned, be they sell side, buy side or independent.
- (4) That there be independent financial analysis in parallel to that of the banking syndicate involved in the distribution of shares, at the time of IPO's or if any company is involved in a significant share issue or capital raising exercise.
- (5) That there be regulatory authorisation/approval of commission-sharing arrangements, which distinguish reward for execution service from that for financial analysis. The client will then have the capacity to get the broker to pass on the research portion to an independent research house of his own choice.
- (6) That there is established a 'mutualised system' for financing of research by small and medium sized quoted companies, who can participate on a voluntary basis.
- (7) That the AMF has the function of arbitrating in the case of conflict between the analysts and quoted companies or brokers.
- (8) A co-ordination of the regulation on this subject at a European level.

SYNTHESE ET RECOMMANDATIONS

La mission du groupe de travail a consisté :

- à établir un état des lieux de l'analyse financière en France, ainsi que des expériences étrangères en matière d'analyse financière indépendante,
- à mieux appréhender la notion "d'indépendance" dans le cas de l'analyse financière,
- à émettre des propositions quant aux moyens de promouvoir ce type d'analyse et d'assurer la viabilité de son système de financement à long terme.

Le groupe de travail est arrivé aux constats suivants :

- 1** – En France, l'analyse financière est concentrée chez une trentaine d'intermédiaires financiers ou dans les sociétés de gestion les plus importantes. Seules subsistent quelques structures d'analystes indépendants spécialisés principalement dans les valeurs moyennes.
- 2** – La couverture de la cote et des investisseurs par les analystes est très inégalement assurée. La recherche est fortement concentrée sur les grandes capitalisations et est essentiellement distribuée auprès des gestionnaires institutionnels de premier rang.
- 3** – A l'étranger, l'analyse financière des sociétés cotées se développe beaucoup du côté "buy side" ou au sein de bureaux spécialisés, par secteurs ou par valeurs.
- 4** – L'indépendance dans la recherche est, en fait, un état d'esprit, en permanence confronté à de multiples sources de conflits d'intérêts avec les sociétés couvertes ou les activités de banque d'investissement. Elle est également soumise à l'influence des gestionnaires d'actifs et des grands investisseurs institutionnels, qui pratiquent souvent une gestion de type indiciel ou "benchmarké", laissant peu de place à l'analyse fondamentale des valeurs cotées.
- 5** – L'analyse financière a participé de ce fait aux errements du marché à l'occasion de la bulle financière. Elle a eu, dans des cas non négligeables, un caractère systématiquement procyclique dans son jugement global sur les marchés et dans ses recommandations individuelles sur les valeurs.

6 – Le financement de la recherche, direct ou indirect, 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.

7 – Aux Etats-Unis et au Royaume Uni, les régulateurs ont récemment pris des initiatives pour assurer un soutien direct de l'analyse financière indépendante, allant du financement par redistribution des amendes infligées à certains brokers-dealers, à un système plus pérenne de commissions de courtage dites "partagées" permettant un choix plus ouvert d'analystes par les gestionnaires d'actifs.

8 – En France, l'analyse financière indépendante ne bénéficie pas actuellement du cadre réglementaire ou des moyens financiers lui permettant de se développer, alors qu'elle pourrait constituer une réponse appropriée aux problèmes constatés.

Le groupe de travail souligne, à titre liminaire, la nécessité de réunion de paramètres généraux, sur le plan réglementaire et fiscal, qui permettent un nouvel essor du marché des sociétés cotées en France. Seul un minimum de masse critique au plan économique est de nature à encourager le développement d'une analyse financière active. Cela suppose aussi le retour à des stratégies de gestion d'actifs à plus grande valeur ajoutée, moins fondées sur le suivi passif d'indices ou de benchmarks, mais qui fasse plus souvent appel à une valorisation fondamentale des entreprises.

Le groupe de travail recommande :

1 – L'établissement au plan réglementaire par l'AMF, d'une définition de l'analyse financière indépendante, à partir de ses paramètres juridiques, économiques et déontologiques.

2 – L'enregistrement, direct ou indirect, par l'AMF des analystes financiers indépendants, au travers par exemple d'une adhésion à une association professionnelle agréée.

3 – L'affirmation du principe d'égalité d'accès à l'information financière auprès des sociétés cotées pour tout analyste enregistré et couvrant les valeurs concernées, qu'il soit « buy side », « sell side » ou « indépendant ».

4 - 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, lors d'une émission significative de titres de capital ou donnant accès au capital.

5 – L'autorisation réglementaire de la commission de courtage à facturation "partagée", qui distingue la rémunération du service d'exécution de celle de l'analyse financière. Le client aura alors la capacité d'obtenir de la société de bourse qu'elle reverse la partie relative à l'analyse au bureau indépendant qu'il aura lui-même choisi.

6 – 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.

7 – L'attribution d'une fonction d'arbitrage à l'AMF en cas de conflits entre analystes et sociétés cotées ou sociétés de bourse.

8 – Une coordination de la régulation à ce sujet au niveau européen.