

**Service de la Régulation de la Gestion
d'Actifs,
de l'Intermédiation et des Infrastructures
de Marché**

Emetteur : Jean de Demandolx Dedons
Carine de La Cotardière
Michel Karlin

Références : Rapport du groupe de travail
"Analyse Financière Indépendante"

Destinataires : Les membres du groupe de
travail "Analyse Financière
Indépendante »

Le : 27 juin 2005

**POUR UN NOUVEL ESSOR DE L'ANALYSE FINANCIERE INDEPENDANTE SUR
LE MARCHÉ FRANÇAIS**

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 pro-cyclique 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.

INTRODUCTION

L'Autorité des Marchés Financiers a parmi ses missions fondamentales, la responsabilité du bon fonctionnement des marchés. C'est dans ce cadre que le Collège de l'AMF a souhaité, en concertation avec la place, procéder à une étude approfondie du sujet de l'analyse financière indépendante. Celui-ci fait, en effet, l'objet aujourd'hui, aux Etats-Unis et au Royaume Uni principalement, d'un certain nombre d'études et d'expériences dignes de considération.

L'AMF a considéré ne pas pouvoir rester à l'écart de ce mouvement international en faveur d'une renaissance souhaitable de l'analyse financière indépendante. Elle a chargé pour ce faire un de ses membres, Jean de Demandolx Dedons, de constituer et de présider un groupe de travail composé de personnalités qualifiées sur ce sujet.

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.

1 - En introduction, rappelons que la Bourse des valeurs, terme latin pour définir l'échange de titres (« Stock Exchange » en anglais), a pour objectif de permettre la liquidité d'un investissement à long terme d'actions de capital des entreprises. Cette liquidité est assurée par le processus de l'offre et de la demande des épargnants-investisseurs-actionnaires. Elle a aussi pour objectif de permettre, par introduction en Bourse, par émission d'actions nouvelles ou par émission d'autres types d'instruments financiers (obligations, obligations convertibles, obligations remboursables en actions etc.), le financement à long terme des entreprises.

Afin que l'émetteur ou l'épargnant-investisseur-actionnaire potentiel puisse prendre en toute connaissance de cause sa décision d'émettre (vente) pour l'un, de souscrire

(achat) pour l'autre, il faut qu'une analyse financière, ayant pour objectif de prévoir les résultats et d'évaluer l'entreprise dans le futur, soit réalisée professionnellement par des équipes financières proches des secteurs et des entreprises concernées, et dont la compétence, l'expérience et le jugement sont reconnus.

2 - L'éclairage apporté par les analystes financiers se fonde notamment sur les prévisions de résultats à venir. Leur valeur ajoutée spécifique réside dans les raisonnements menés à partir des informations fournies par les sociétés, leur approche critique et leur jugement. Cette analyse financière s'est développée au cours des cinquante dernières années grâce à un meilleur flux d'informations, en particulier d'éléments comptables de la part des entreprises, grâce à l'utilisation de nouveaux outils et techniques, en particulier de moyens informatiques de modélisation, et sous la pression des actionnaires professionnels directs ou indirects, notamment les gérants pour compte de tiers.

Les travaux des analystes comportent en général deux éléments essentiels : d'une part la présentation des faits et leur interprétation raisonnée, rendue nécessaire par la complexité des constructions comptables, d'autre part les recommandations conduisant à classer les sociétés analysées dans des catégories déterminées (achat, vente, conserver), en fonction des performances attendues. En pratique, les interlocuteurs des analystes au sein des sociétés de gestion font généralement valoir qu'ils attachent une plus grande importance au raisonnement et à l'approche critique, qu'aux recommandations elles-mêmes.

3 - L'analyse financière revêt plusieurs dimensions. Sous la forme écrite, elle donne lieu à la production de documents de recherche. Sous la forme orale, elle nourrit de fréquents contacts entre les analystes "sell side" des sociétés de bourse, et les analystes « buy side » des sociétés de gestion ou des investisseurs. Elle conduit à l'organisation, par les analystes « sell side », de rencontres entre les représentants des sociétés cotées objets d'analyses et les collaborateurs analystes ou gérants des sociétés de gestion et des investisseurs.

4 - L'analyse est quantitativement importante chez les sociétés de bourse (courtiers ou brokers) employant des analystes « sell side » dont l'objectif est de générer, grâce à la qualité de leurs études, des commissions d'intermédiation (courtage) en recommandant une transaction d'achat ou de vente d'actions. Les grands bureaux

d'analystes qui suivent les valeurs du secteur européen sont, en France, Exane BNP Paribas, Crédit Agricole Cheuvreux, S.G. Securities, IXIS Securities, Oddo Securities et à Londres, les brokers dealers comme JP Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Merrill Lynch, UBS, Citigroup Smith Barney.. etc.

L'analyse s'est développée aussi chez les investisseurs pour compte propre (compagnie d'assurances, mutuelles, caisses de retraite, sociétés d'investissement, holdings familiales, banques) et chez les investisseurs pour compte de tiers (sociétés de gestion de portefeuille sous mandat, sociétés de gestion de portefeuille de fonds communs de placement, FCP, ou sociétés d'investissement à capital variable, Sicav), employant des analystes dits « buy side ». Ceux ci, en interne et généralement sans les diffuser, procèdent à des analyses financières afin de permettre aux gérants de prendre une décision d'achat, de conservation ou de vente. Ces analystes "buy side" ont une optique de pure gestion d'actifs et de recherche de performance en ligne avec le rôle fiduciaire de gestion et de protection de l'épargne qui leur est confiée à court, comme à moyen et long terme.

L'analyse s'est enfin développée au sein de bureaux indépendants travaillant pour le compte de gestionnaires ne désirant pas ou n'ayant pas les moyens de créer une structure interne d'analyse « buy side ». Ces bureaux d'analyse et de recherche financière du type Detroyat, SAFE, EFSA, Atlantic Finance ont joué un rôle très important dans les années 80/90. Leur volonté d'indépendance pour s'affranchir des entreprises, des banques d'affaires et des sociétés de bourse, a contribué à une réflexion approfondie et d'importants progrès en termes d'analyse des perspectives et sur la valorisation des entreprises.

5 - La crise boursière qui a débuté aux Etats Unis, à l'automne 2000, a mis en évidence des dysfonctionnements en nombre limité mais d'une grande gravité dans la gestion de l'information financière de sociétés figurant parmi les plus importantes capitalisations des marchés, et par ricochet dans le mode d'élaboration des recommandations par les analystes des banques d'investissement. Elle a permis de réaliser l'ampleur et la difficulté de la question des conflits d'intérêts et de leur bonne gestion au sein des banques d'investissement multiservices.

En Europe, des problématiques similaires sont apparues au Royaume-Uni. En 2001, la FSA avait indiqué que la commission de courtage qui rémunérait l'ensemble des

services rendus par une société de bourse (exécution de l'ordre, suivi commercial, accès au management des sociétés, analyse financière) était créatrice de conflits d'intérêts pour les gestionnaires et génératrice d'opacité pour l'investisseur final.

La taille et le mode de fonctionnement sont certes difficilement comparables à ceux de la France. Les Etats Unis comptent plus de 10 000 sociétés cotées. Sur le NYSE uniquement, les volumes moyens journaliers s'élèvent à plus de 50 milliards de dollars contre 4 milliards d'euros environ pour Euronext Paris qui comptent seulement environ 787 sociétés cotées, dont moins de 100 sociétés monopolisent 95% des volumes annuels. Néanmoins le sujet de l'indépendance de l'analyse paraît également pertinent dans le cas français, les structures industrielles étant maintenant largement similaires d'un marché à l'autre.

6 - Le groupe de travail rend compte dans le présent rapport des constats réalisés après six mois de contacts, de réunions du groupe, de consultations de professionnels dans le domaine de l'information financière et d'auditions de personnalités françaises et étrangères.

Depuis le lancement du groupe de travail le 14 décembre 2004, celui-ci s'est réuni sept fois afin de poursuivre l'objectif requis par la lettre de mission (cf. annexe 2). Associant des représentants de bureaux spécialisés en analyse financière, un dirigeant de société de bourse, des dirigeants de sociétés de gestion pour compte de tiers, un représentant des entreprises de marché, un représentant des journalistes financiers, des présidents d'associations professionnelles concernées par le sujet, ainsi que des représentants de la communication financière des entreprises cotées, le groupe de travail a constitué, par sa pluridisciplinarité, un forum d'échange et de points de vue de qualité exceptionnelle sur les questions présentées par les services de l'AMF. Les travaux du groupe ont pu bénéficier d'une grande richesse d'expérience de l'ensemble de ses membres pour aboutir à un consensus sur les recommandations proposées.

Des rencontres avec des professionnels des autres pays européens engagés dans la réflexion sur l'analyse financière indépendante, ont permis de compléter les travaux du groupe. Par ailleurs, une enquête a été réalisée auprès des dirigeants des dix plus importantes sociétés de gestion siégeant à Paris, qui a permis d'appréhender

l'approche de l'analyse financière par le "buy side", la synthèse des réponses apportées au questionnaire figurant en annexe 5.

Partant de cet état des lieux, le présent rapport expose un certain nombre de recommandations qui lui ont semblé appropriées 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.

Partie I : Constats sur l'analyse financière

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.

1-1/ Le marché de l'analyse financière, en particulier sur les plus grandes sociétés cotées françaises, est dominé aujourd'hui par les maisons internationales, notamment les banques d'investissement européennes ou anglo saxonnes et dont la majorité des équipes est localisée à Londres.

La place de Paris conserve cependant un niveau d'activité non négligeable. Le guide 2005 des professionnels de la finance, établi par la Société française des analystes financiers et l'AGEFI, recense en France 31 sociétés de bourse employant au total 545 analystes « sell side ». Le recensement des membres titulaires de la SFAF, c'est-à-dire des personnes utilisant couramment les techniques de l'analyse financière dans l'exercice de leur profession, indique une progression régulière. En effet, le nombre est passé de 965 membres en 1995, à 982 en 2000 et surtout 1216 en 2005.

Les rencontres organisées avec les représentants des sociétés cotées par les analystes « sell side » au profit des sociétés de gestion et des investisseurs sont toujours nombreuses. A titre d'illustration, une des plus importantes sociétés de gestion à Paris participe à quelque 1000 rencontres de ce type par an, soit une moyenne d'environ 4 par jour ouvré.

La profession en France est elle-même très concentrée. Les cinq sociétés de bourse comptant le plus grand nombre d'analystes : SG Securities, Oddo Securities, IXIS Securities, Exane BNP-Paribas et Crédit Agricole Cheuvreux emploient à elles seules 314 analystes, soit près de 60% de l'ensemble.

De plus, selon les cas, les équipes d'analystes dans les sociétés de bourse sont restées de moins en moins distinctes de celles des vendeurs ou bien ces équipes ont été fusionnées, leurs membres devenant des analystes-vendeurs. Dans cette dernière configuration, les analystes vendeurs consacrent une majorité de leur temps à la fonction commerciale ou à des rencontres avec le management des sociétés cotées.

Cette dimension commerciale du métier d'analyste présente certes l'avantage de la proximité avec les investisseurs et les managements de sociétés cotées et permet à l'analyste de mieux comprendre les attentes des uns (les investisseurs) et les objectifs des autres (les entreprises). De plus, la possibilité de présenter un dirigeant d'une société du CAC 40 à un client investisseur est un service qui a un prix pour cet investisseur. Ce dernier rémunérera sa société de bourse en conséquence, soit à travers des commissions sur ordres de bourse, soit à travers une attribution de points dans les classements, déterminant ensuite le volume de courtage à distribuer aux diverses sociétés de bourse. Ce développement de la fonction commerciale pose néanmoins la question de la disponibilité en temps pour entreprendre une analyse de fond sur la valorisation des sociétés et leurs perspectives.

1-2/ Le guide précité ne fournit pas d'informations aussi précises sur les analystes « buy side » des sociétés de gestion.

Les services de l'AMF ont mené une enquête auprès des plus importantes sociétés de gestion françaises : Sur 10 sociétés, composant le Comité exécutif de l'Association française de la gestion (cf. annexe 5), 6 sociétés de gestion tendent à séparer la fonction analyse de la fonction gestion, 4 au contraire préfèrent un modèle d'analystes-gérants ou un modèle mixte au sein duquel des analystes spécialisés coexistent avec des analystes-gérants. A part une exception, les sociétés n'ont pas d'analystes sur les petites et moyennes capitalisations. C'est là plutôt le modèle des analystes-gérants qui est retenu dans la majorité des cas. Au total, quand les analystes sont séparés des gérants, le nombre des analystes actions, par société de gestion, varie à Paris de quelque 4 personnes à 23 pour celle qui a l'effectif le plus élevé. Le nombre total des analystes actions (hors analystes crédit) employés par ces dix sociétés de gestion paraît voisin de 100 personnes. Le nombre d'analystes-gérants actions semble avoisiner quelque 50 personnes. L'enquête menée a montré que le coût total annuel moyen d'un analyste « buy side », pour la société de gestion qui l'emploie, est évalué à 200 000 euros.

2 – La couverture de la cote et des investisseurs par les analystes est très inégalement assurée. L'analyse financière est fortement concentrée sur les grandes capitalisations et est essentiellement distribuée auprès des gestionnaires institutionnels.

2-1/ L'analyse financière est fortement concentrée sur les grandes capitalisations.

Une statistique récente¹, montre que la tendance générale va vers une diminution du nombre de valeurs couvertes par les analystes avec une concentration de plus en plus forte sur les grandes capitalisations. En France, 367 sociétés étaient couvertes en 2004 contre 528 en 2001.

Le même constat a été effectué sur le marché américain où à l'heure actuelle, 50% des sociétés américaines cotées ne seraient couvertes que par deux analystes financiers, et le tiers d'entre elles ne seraient pas du tout suivies. Depuis janvier 2002, 691 auraient ainsi perdu leur couverture par des analystes, représentant 17% de l'ensemble des sociétés suivies.

La couverture par les analystes « sell-side » des moyennes et petites capitalisations se caractérise par une rareté particulière, eu égard au nombre d'entreprises susceptibles d'être étudiées. Un rapprochement des données disponibles² avec celles d'Euronext démontre qu'au 31/12/2003, sur les 153 sociétés françaises classées dans le segment B (capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros) 118 d'entre elles faisaient l'objet d'une couverture par au moins un analyste et 35 sociétés ne bénéficiaient d'aucune analyse. Le segment C (capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros), qui comptait 443 sociétés françaises, est le plus mal loti : 271 n'étaient suivies par aucune analyste. L'offre est d'autant plus difficile à maintenir en ce domaine que la demande de la part des investisseurs peut être très variable. Pour les petites ou moyennes capitalisations, dont le marché est étroit et les titres de faible liquidité, les sociétés de gestion s'efforcent en effet, elles-mêmes, de suivre ces sociétés, sans par conséquent recourir à des analyses largement diffusées. Les grandes sociétés de gestion et les investisseurs, ne spécialisent que rarement des analystes « buy-side » sur les petites ou moyennes capitalisations, mais développent plutôt un modèle de gérants-analystes pour lesquels les contacts avec les émetteurs de petite ou moyenne taille sont essentiels.

Certains bureaux d'analyse ont tout de même développé leur recherche sur ce type de sociétés. Ainsi, sur les 545 analystes « sell-side » recensés, 101 déclarent travailler exclusivement ou partiellement sur des moyennes ou petites capitalisations, soit moins de 20% de l'ensemble des analystes.

¹ Source : StarMine 3^{ème} trimestre 2004

² Source : Jacques Chahine Finance, décembre 2004

2-2/ La disponibilité des analyses financières est très inégale selon la taille des sociétés de gestion.

Au total, le nombre d'analyses couvrant les grandes capitalisations par l'analyse « sell-side » paraît surabondante pour les grandes sociétés de gestion. En effet, au delà d'un certain montant de courtages versés, une société de bourse délivre au gestionnaire client, à la fois un service d'exécution d'ordres de bourse et la fourniture d'un service de recherche. Or pour effectuer un suivi des sociétés cotées au niveau mondial, les sociétés de gestion s'adressent à un grand nombre de sociétés de bourse : de 10 à 50 voire 60 sociétés sont ainsi sollicitées. La société de gestion qui entretiendra un réseau d'une dizaine ou de plusieurs dizaines de sociétés de bourse aura de ce fait à sa disposition, sur un même émetteur, une multiplicité d'analyses. A l'opposé, les sociétés de gestion de petite taille semblent souffrir d'un déficit de recherche « sell-side », parce qu'elles n'adressent pas à leurs sociétés de bourse un volume suffisant d'ordres pour justifier une offre équivalente à celle dont bénéficient les plus grandes sociétés de gestion. Elles n'ont pas toujours les moyens non plus de développer en interne une analyse « buy-side » adaptée.

2-3/ L'offre d'analyse financière paraît très insuffisante lors de la réalisation d'opérations financières, telles que les introductions en bourse ou les augmentations de capital.

Quand les grandes capitalisations sont concernées, comme lors d'opérations de privatisations, les analyses publiées sont réalisées par les membres du syndicat en charge de l'opération. Mais, hors ces analyses, l'offre est généralement très faible. Sur les 18 sociétés françaises introduites au cours de l'année 2003, aucune d'entre elles n'a fait l'objet d'une analyse lors de la mise sur le marché de leurs titres. En 2004, 35 sociétés françaises ont été introduites. Seules deux d'entre elles ont été couvertes, et par un seul analyste. Quatre de ces sociétés ont ensuite fait l'objet de publication d'analyses à l'issue d'une période de "black out" inégale selon les sociétés : une quinzaine de jours pour l'une contre un mois pour les trois autres. Sur le premier semestre 2005, seule une société a fait l'objet d'une analyse réalisée par un établissement non membre du syndicat de placement, qui a également été publiée à l'issue d'une période de "black out". Pour les petites capitalisations, la couverture est donc toujours très faible car le syndicat de placement lui-même est étroit, et l'offre

d'analyses extérieures est pratiquement inexistante, car le coût d'une telle démarche serait souvent disproportionné eu égard aux enjeux financiers.

Le constat actuel est donc à la fois celui d'une sur-abondance d'analyses dans certains cas et d'une absence d'analyses dans d'autres. Si les gestionnaires s'accommodent sans difficulté de la sur-abondance, ils souffrent au contraire de l'insuffisance, tant il est vrai que le bon fonctionnement du marché exige l'existence d'une information appropriée.

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.

Il ne semble pas, selon les témoignages que nous avons recueillis, qu'au Royaume-Uni l'analyse indépendante ait connu un développement notable. Environ 120 fournisseurs de recherche "indépendante" avaient été répertoriés dans les récents travaux de la FSA³ mais il apparaît qu'ils sont presque tous liés à des sociétés de bourse.

Les Etats-Unis paraissent aujourd'hui le seul pays où les bureaux indépendants sont en mesure de prospérer. Ces bureaux peuvent être spécialisés dans des secteurs déterminés, tels que le pétrole ou la pharmacie. Ils ont alors vocation à conseiller à la fois les investisseurs et les sociétés cotées. Ces bureaux spécialisés sont par exemple : Researchstock ; Fundamental Research Corp ; Manage Source, Stephens ; Best Independant Research. D'autres essayent de s'exporter en Europe comme Standard & Poor's qui offre aux Etats Unis un produit s'adressant plutôt aux investisseurs individuels et en Europe un service de sous traitance au profit des banque en direction des investisseurs institutionnels.

4 – L'indépendance dans l'analyse financière est un état d'esprit, en permanence confronté à de multiples sources de conflits d'intérêts avec les sociétés cotées ou avec les activités de banque d'investissement.

4-1/ La réglementation reconnaît le risque de conflit d'intérêt entre la fonction d'analyste et celle d'intermédiaire financier.

L'analyste au service d'une banque multi capacitaire peut être en conflit d'intérêt avec l'activité de banque d'investissement, et plus généralement avec tous les départements de sa banque en relation avec les sociétés cotées. Ce cas se présente notamment lorsque le département marché primaire de la même institution monte une opération financière telle qu'une introduction en bourse ou une augmentation de capital. La réglementation, tant au niveau domestique qu'au plan européen (directives Abus de marché et Marchés d'instruments financiers) impose des dispositions visant à identifier, prévenir ou gérer ces conflits d'intérêts. L'érection de « murailles de Chine », les dispositions concernant le mode de détermination des rémunérations des analystes, les règles limitant la capacité des analystes à gérer leur propre portefeuille et les obligations d'informations à porter sur les documents de recherche, composent l'essentiel de cette réglementation.

4-2/ La pression commerciale a tendance à accroître les risques.

Du fait de la pression exercée par la clientèle institutionnelle sur les courtages, les sociétés de bourse peuvent être conduites à donner à leurs analystes des missions commerciales élargies par rapport à un modèle d'organisation séparant les équipes d'analystes des équipes de vendeurs. Ce mouvement a été permis par le développement de la technologie, notamment les bases de données informatisées, qui ont eu pour effet de réduire le temps unitaire nécessaire à la réalisation d'une étude fondamentale. Selon les sociétés de bourse, le rapprochement des équipes d'analystes et de vendeurs est plus ou moins accentué, le poids relatif de la dimension commerciale dans le travail de l'analyste plus ou moins lourd.

Les dirigeants des sociétés de bourse sont naturellement sensibles au volume des courtages générés grâce au travail des analystes, relayé par celui des vendeurs. Cette attitude peut conduire certains à privilégier la préoccupation de rentabilité aux dépens de la qualité à long terme de l'analyse. A l'opposé, certains dirigeants peuvent également estimer que leur principale valeur ajoutée est aujourd'hui plus dans la qualité des analyses fondamentales produites.

Il convient de rappeler que les analystes des sociétés de bourse sont l'objet périodique, selon un rythme généralement semestriel, de notations détaillées de la

³ Sources : Rapports CP176 et CP05/5 de la FSA "Soft Commission & Bundled Brokerage"

part de leurs clients institutionnels, portant entre autres sur la qualité des analyses fournies. Dans l'évaluation globale d'un analyste par son employeur, la reconnaissance de cet analyste par les investisseurs est prise en considération. Cette reconnaissance a une traduction dans le volume des courtages liés aux transactions sur les sociétés suivies ou dans le nombre de rencontres organisées par la société de bourse avec les investisseurs, pour le compte des sociétés cotées. Ces dernières confient l'organisation de telles rencontres à une société de bourse, pour autant qu'elles estiment que l'analyste a bien compris leur fonctionnement et leurs orientations.

Les conflits d'intérêts, évoqués ci-dessus, au sein de la banque d'investissement ou l'accentuation des contraintes commerciales dans le métier de l'analyste d'une société de bourse, proviennent largement du fait que des activités potentiellement en conflit sont développées au sein d'une entité commune. En pratique, le degré d'indépendance dont ils jouissent est fonction du niveau d'autonomie que leur accordent les dirigeants.

4-3/ L'analyste lui-même, dans ses relations avec les entreprises, est confronté à des intérêts contradictoires.

L'analyste doit développer une analyse de qualité, mais il dépend, pour ce faire, des informations qui lui sont apportées par les sociétés cotées. De même, dans son rôle qui consiste à mettre en relation émetteurs et sociétés de gestion, l'analyste dépend de la coopération que veulent bien lui apporter les dites sociétés cotées.

Le risque est, pour un analyste n'étant pas en bonne entente avec une société, que cette dernière répugne à lui apporter son concours, le privant d'un accès à des informations données à d'autres analystes concurrents. A l'inverse, il est légitime pour une société cotée d'être attentive à ce qui est écrit à son propos, en particulier à l'exactitude des faits et chiffres qui sont rapportés.

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 pro-cyclique dans son jugement global sur les marchés et dans ses recommandations individuelles sur les valeurs.

5-1/ Dans le contexte de « bulle financière » qui a caractérisé la fin des années quatre-vingt dix et le début des années deux mille, les analystes ont subi une pression forte de la part des marchés.

Lorsque les investisseurs anticipent dans leur grande majorité une hausse sensible de valeurs déterminées, il apparaît en effet difficile pour les analystes d'adopter des recommandations allant dans un sens opposé à ces anticipations dominantes, sauf à créer chez ces investisseurs des réactions d'incompréhension ou d'hostilité. Cette pression tend à contraindre les analystes à ne pas s'écarter des anticipations du marché et à adopter de ce fait un horizon de très court terme. Le développement de la gestion indicielle durant cette période a renforcé ce mouvement. Aujourd'hui 20% des fonds en Europe sont de type indiciel et ce pourcentage n'inclut pas la gestion "benchmarkée".

Le groupe de travail a analysé ce phénomène sur la base d'un échantillon composé des 40 sociétés du CAC et des recommandations d'analyste dont elles ont fait l'objet sur la période janvier 2000 - avril 2005. Sur ces 40 sociétés, 2 d'entre elles n'ont fait l'objet d'aucun changement de recommandation au cours de la période étudiée. Ces deux sociétés ont été retirées de l'échantillon. Précisons que trois autres sociétés ont connu comme seul changement de notation le passage d'"acheter" à "accumuler", ou inversement. L'analyse des consensus pour les 38 valeurs restantes a permis d'aboutir aux constats suivants :

- En règle générale, sur l'ensemble de la période, les consensus sont dans une grande majorité orientés à l'achat (2/3 des cas), contre « conserver » pour le tiers restant.
- Lorsque les cours de bourse des sociétés sont à leur plus haut, les consensus sont 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 une certaine inertie des recommandations : le consensus ne se dégrade en moyenne que plus d'un an après le point haut.

- Lorsque les entreprises ont atteint leur point bas en revanche, les situations apparaissent plus hétérogènes : 56 % des entreprises font l'objet d'un consensus favorable, alors que pour les 44 % restant, la recommandation moyenne était de « conserver ». Dans ce dernier cas, il faut également attendre un an, en moyenne, de reprise de cours avant de voir un changement de recommandation de « conserver » à « renforcer ».

En conclusion, le consensus des recommandations des analystes apparaît procyclique lorsque le trend boursier est haussier. En revanche, à l'approche des plus bas historiques, seule une petite majorité des recommandations se sont réorientés à l'achat, les autres analyses montrant une forte inertie avant de réaccompagner le titre à la hausse.

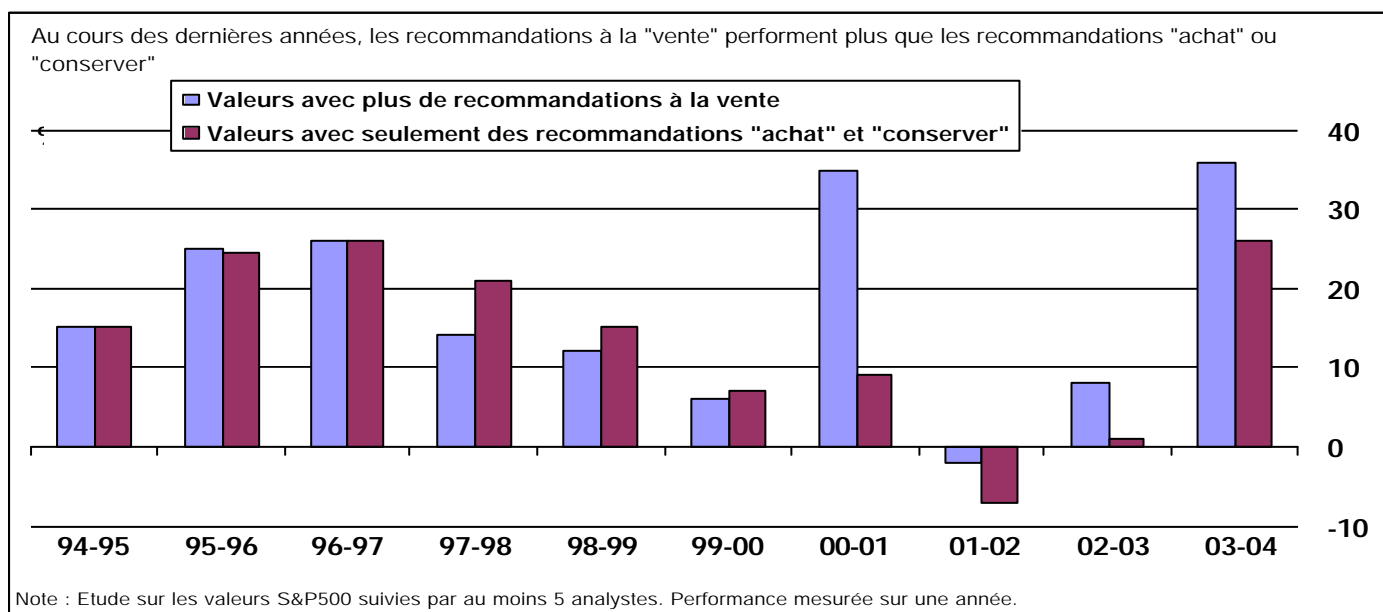
Le groupe de travail a souhaité également se livrer à une étude sur la vague des introductions durant la "bulle technologique" et les appréciations portées par les analystes financiers à différentes étapes de leur parcours boursier. Ainsi sur les 408 sociétés introduites sur la période 1998/2000, 85 sociétés sont tombées depuis à un cours inférieur à 2 euros. Sur ces 85 sociétés, 38 sociétés ont été radiées entre 1999 et avril 2005 (45 % de l'échantillon) et sur ces 38 sociétés, 25 ont fait l'objet d'une liquidation. Sur les 47 sociétés restantes, seules 10 font encore l'objet d'une analyse financière au 31/05/2005. Pour les 37 autres sociétés qui ne sont plus couvertes aujourd'hui, leur suivi a été abandonné pendant la période précédant de quelques mois leur cours minimum.

L'analyse du consensus pour les 10 valeurs suivies sur la période de 01/1999 à 05/2005 a permis d'aboutir aux constats suivants :

- En règle générale, ces sociétés ont été de moins en moins suivies au fur et à mesure que l'environnement financier s'est dégradé. En général, un seul bureau d'analyse s'est intéressé à ces valeurs sur l'ensemble de la période.
- Lorsque les sociétés étaient à leur plus haut (en février-mars 2000), les consensus étaient en majorité orientés à l'achat (trois sociétés faisant l'objet d'un consensus « neutre » et une autre, d'un consensus « conserver »).

- Une fois le point haut passé, on a observé une certaine inertie des recommandations. La recommandation ne s'est dégradée que 6 mois après le point haut pour toutes les sociétés. Or entre le point haut et le changement de recommandation, les titres des sociétés concernées ont pu perdre jusqu'à 90 % de leur valeur.
- Lorsque les entreprises ont atteint leur point bas (second semestre 2002), la majorité des sociétés n'étaient alors en général plus suivies. L'autre moitié des entreprises faisaient l'objet d'un consensus défavorable (« alléger ») lorsque le cours de leur titre était déjà au plus bas ou un peu avant de l'atteindre.

Le même phénomène a été observé aux Etats-Unis comme le démontre une étude récente³ qui a relevé qu'en 2000, au moment de l'éclatement de la bulle, 95% du S&P 500 ne faisait l'objet d'aucune recommandation à la vente. Parmi les autres recommandations aucune valeur n'avait, plus d'une recommandation à la vente. A l'inverse, aujourd'hui après correction massive du marché, seulement 38% du S&P 250 ne font pas l'objet de recommandation à la vente, les 62 % restants font l'objet d'au moins une recommandation à la vente et 9% comptabilisent plus de 5 recommandations à la vente. Par ailleurs, l'étude tend à montrer que, sur les quatre dernières années, les titres avec le plus de recommandations à la vente ont eu tendance en moyenne à obtenir de meilleures performances que ceux avec le plus de recommandations à l'achat.



³ Sources : Zacks Investment, réalisée pour Wall Street Journal du 11/04/2005

5-2/ Depuis l'éclatement de la bulle, l'analyse tend à retrouver un degré plus grand de liberté.

Lorsque les sociétés de gestion s'efforcent de sur ou sous-pondérer des valeurs déterminées, par rapport au poids qu'elles ont dans tel ou tel indice, en se fondant sur les jugements portés par les analystes, ou lorsqu'elles élaborent leurs propres références en s'affranchissant des contraintes de composition des portefeuilles liées à la construction des indices, elles ont besoin des analyses pour opérer leur sélection originale des valeurs et procéder à leur allocation dans les portefeuilles.

L'analyse fondamentale voit ainsi son importance accrue. En relation avec elle, une analyse purement quantitative, fondée sur les critères propres aux modèles souvent conçus en réaction aux excès de la démarche indicielle, s'est développée.

6 – Le financement de la recherche, direct ou indirect, par les investisseurs ne suit pas toujours un processus rationnel et transparent.

La question du financement du service de l'analyse financière est essentielle. Elle se résume de façon schématique :

- qui acquitte directement ou indirectement le coût du service : le client institutionnel ou le fonds au travers des frais de courtage (sell side) ou des frais de gestion (buy side) ?
- à qui va la rémunération : la société de bourse, le gestionnaire ou un autre acteur, situé en aval dans la chaîne de facturation ?

Aujourd'hui la société de bourse fournit généralement elle-même, pour un même courtage non différencié, le service d'exécution d'ordres de bourse et le service d'analyse financière. Les courtages sont des frais acquittés directement par les clients dans le cadre du coût total de la transaction boursière qui inclut le service de négociation, l'impôt de bourse, la commission de mouvement ou de transaction de la banque teneur de compte conservateur et la TVA. Ce taux global évolue entre 0.90% et 1.50% TTC du montant de l'ordre de bourse. L'enquête auprès des grandes sociétés de bourse tend à montrer que la commission de courtage pour la seule exécution d'un ordre de bourse de taille institutionnel, serait de 0.075% à 0.10%, alors

que le coût total de la commission de courtage serait de 0.15 à 0.25% laissant donc une différence pour couvrir par exemple les frais de recherche de 0.075 à 0.175% HT du montant brut de la transaction. Le teneur de compte conservateur et l'Etat par le biais de la TVA et de l'impôt de bourse représentent entre 0.75% HT et 1.15% HT du coût total de la transaction.

Sauf rares exceptions, la dissociation entre la partie du courtage rémunérant le service d'exécution et l'autre partie rémunérant la fourniture de recherche n'est pas réalisée. Quand un investisseur direct ou indirect (société de gestion) passe un ordre de bourse à une société de bourse, il ignore en général comment la commission de courtage se décompose en frais d'exécution et frais d'analyse.

Toutefois, certaines sociétés de bourse n'excluent pas de ne fournir que l'un ou l'autre des services ou, tout en fournissant les deux, d'identifier séparément le coût de l'un et de l'autre. Quelques sociétés de bourse n'offrant qu'un service d'exécution d'ordres souhaitent, puisqu'elles ne mettent pas de recherche à disposition de leurs clients, leur donner la possibilité de recevoir néanmoins, en contrepartie du courtage qu'ils acquittent, une prestation de recherche. Il serait en théorie concevable que le paiement des frais de recherche "sell side" s'effectue non pas par le biais des commissions versées à l'occasion de l'exécution des ordres, mais, comme pour les frais "buy side", par la voie des frais de gestion, annoncés ex ante aux investisseurs finaux. La question posée est de savoir à quelles conditions ce système serait en pratique possible.

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.

Aux Etats-Unis, les autorités judiciaires et de marché³ ont décidé de sanctionner les banques d'investissement, à l'occasion de certains scandales financiers et d'encourager le développement d'une recherche financière indépendante apparaissant

comme seule garante de l'intégrité et de la transparence du marché. Une amende record de 1,4 milliard de dollars, dont 470 millions destinés à financer sur 5 ans l'essor de la recherche financière indépendante, a été infligée aux douze premiers brokers-dealers américains. Cette ressource temporaire transite par un système d'allocations géré par des experts indépendants et les brokers dealers ont obligation de fournir à leurs clients un accès systématique aux analyses financières indépendantes ainsi financées.

La situation américaine présente une particularité en ce que ce « Global Settlement » permet de financer une recherche destinée au grand public. Quelques grands acteurs spécialisés sur ce type de clientèle (Standards & Poors, MorningStar, ValueLine, Jaywalk ...) se sont de ce fait partagés l'essentiel des fonds alloués.

Au Royaume-Uni, la FSA a récemment envisagé de rendre obligatoire l'inclusion des frais de recherche dans les commissions de gestion. Elle y a renoncé, du fait du manque d'harmonisation sur ce point en Europe. Les courtages pourront continuer à inclure à la fois des frais de négociation et des frais liés, particulièrement de recherche. Mais les uns et les autres devront être clairement identifiés. Soit le même broker fournira à la fois les services de négociation et de recherche, en les facturant séparément, processus dit *d'unbundling*, soit le broker distinguera les frais de négociation d'ordres de bourse qui le rémunèreront et les frais de recherche qui serviront à payer des bureaux de recherche externes choisis par la société de gestion, processus dit de commission de courtage partagée (*commission sharing agreement*). L'entrée en vigueur de la norme FSA 176, qui autorise la séparation de la facturation entre les commissions d'exécution de l'ordre et le coût de l'analyse financière, engendrera probablement une prise de conscience du coût réel de l'analyse et donc l'accroissement des exigences de qualité et d'impartialité des études.

Les autorités canadiennes et australiennes ont lancé des initiatives dans le même sens. (cf. Annexe 4).

³ cf. le "Global Settlement" élaboré par l'Attorney General de New York et la SEC

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

Au cours des années passées, les « analystes indépendants » sont restés peu nombreux, un seul ayant atteint une taille significative. Ils ont été progressivement relayés par la constitution, au sein des grandes sociétés de gestion, d'équipes d'analystes « buy side ». Aujourd'hui, un mouvement allant dans le sens de la création de nouveaux bureaux indépendants est observable. Quelques bureaux proposent leurs services. Une partie d'entre eux s'efforcent actuellement de se grouper au sein d'une association.

Le concept d'« analyste indépendant » désigne couramment un analyste ou un bureau de recherche, n'appartenant ni à un groupe bancaire, ni à une société de bourse, et non rémunéré dans le cadre de ses activités par les émetteurs qu'il couvre dans ses recherches. Dans la crise de confiance récente, l'analyse financière indépendante présente l'avantage de ne pas être en conflit d'intérêts potentiel avec les activités de banque d'investissement et de courtage des sociétés de bourse, mais elle n'est pas nécessairement indépendante des contraintes relationnelles décrites plus haut avec les émetteurs. Un analyste indépendant, développant une étude critique et négative sur une société émettrice, aura-t-il durablement accès à ses informations ? La question se posera avec d'autant plus d'acuité que l'analyste ou le bureau sera de petite taille ou disposera d'un contrepouvoir faible. Son renforcement économique est donc une condition de maintien de son indépendance. **Un tel acteur pourrait par ailleurs contribuer à 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 l'analyse financière indépendante ne fait pas l'objet aujourd'hui d'une quelconque reconnaissance réglementaire, ni d'avantages financiers spécifiques. Son financement, en provenance des gestionnaires d'actifs ou des sociétés cotées, de façon directe ou indirecte, n'est pas spécifiquement prévu ou encadré par les réglementations.

Le groupe de travail a donc décidé de proposer ci-après une série de recommandations afin de donner l'impulsion nécessaire à un nouvel essor des bureaux d'analyse financière indépendante en France.

Partie II : Recommandations

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 les investissements dans une recherche financière active. Cela suppose aussi le retour à des stratégies de gestion d'actifs, moins fondée sur le suivi passif d'indices ou de benchmarks, mais qui fasse appel à des valorisations fondamentales des entreprises.

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.

Le groupe de travail propose que l'AMF "labellise" la profession d'analyste financier indépendant en donnant un cadre réglementaire particulier aux bureaux de recherche indépendante qui rempliraient les conditions requises.

Tout analyste financier doit certes, par principe, travailler dans un esprit d'indépendance. Il doit, pour cela, avoir la capacité d'assumer son autonomie de jugement, afin d'émettre une opinion avec objectivité, honnêteté et équité. A partir des constats énumérés précédemment, le groupe de travail a néanmoins souhaité délimiter le champ de définition de l'analyse financière structurellement "indépendante" afin d'en fixer les principes fondamentaux et lui donner un statut particulier.

1-1/ La loi de sécurité financière confie d'ores et déjà à l'AMF la mission de réguler les analystes financiers indépendants.

En effet la loi vise à la fois les analystes "sell side" – issus des sociétés de bourses des banques d'investissements, ou des prestataires de services d'investissement qui diffusent leur analyses vers l'extérieur- les analystes "buy side" qui oeuvrent au sein des sociétés de gestion et/ou des investisseurs institutionnels, et, de manière distincte, et les analystes indépendants définis comme "les personnes autres" que les deux catégories précédentes dès lors que ces personnes produisent et diffusent des analyses financières. La définition juridique applicable à ces différents types

d'analystes est issue de l'article 544-1 du code monétaire et financier. 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 diffusant des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible des prix des instruments financiers que ces sociétés émettent.

Le règlement général de l'AMF a prévu dans un chapitre VII du Livre III (articles 337-1 à 337-3) pour les analystes financiers qui ne relèvent pas d'un PSI ou d'une société de gestion, l'application d'une série de règles relatives à la déontologie des collaborateurs, à la présentation équitable d'une analyse, à la transparence sur l'existence d'éventuels conflits d'intérêts et aux conditions de rémunération de l'analyste, sur la base desquelles l'AMF exerce sa compétence.

1-2/ Un besoin de critères précis pour définir l'indépendance de l'analyse financière.

Le groupe de travail propose que l'AMF fournisse la possibilité à des analystes financiers indépendants de se distinguer par la garantie du respect d'un corps de règles en termes de compétences et de respect de règles déontologiques précises. Ce sont donc les garanties d'indépendance à l'égard des banques d'investissement et sociétés de bourse ainsi que face à une société cotée, qui seraient à apporter pour pouvoir qualifier l'analyse financière d'"indépendante".

1-2-1/ Indépendance capitalistique par rapport aux banques d'affaires ou aux sociétés de bourse.

Le groupe de travail a considéré qu'un bureau d'analyse ne pourrait être qualifié d'indépendant capitalistiquement que s'il n'est pas contrôlé financièrement de jure ou de facto par un prestataire de services d'investissements, un établissement bancaire ou une société cotée.

1-2-2/ Indépendance commerciale et financière par rapport aux sociétés cotées.

Le groupe de travail a exclu du champ de la définition un bureau qui serait contrôlé par une société cotée ou aurait des liens juridiques ou d'affaires avec l'une ou plusieurs

d'entre elles.

L'indépendance de l'analyste par rapport à une société cotée qu'il couvre serait en effet limitée dès lors qu'il pourrait s'autocensurer par crainte que ne lui soient pas ou plus rendues accessibles certaines sources financières d'informations internes à la société couverte.

1-2-3/ Indépendance économique intrinsèque.

Le bureau d'analyse financière pour être indépendant ne doit pas dépendre d'un trop faible nombre de relations financières avec des intermédiaires et doit assurer un minimum de couverture du marché lui permettant de ne pas subir l'influence des sociétés couvertes.

1-2-4/ Indépendance d'esprit par rapport aux clients et au marché.

La réflexion du groupe a enfin porté sur la nécessité de prévoir un statut de l'analyste lui permettant de bénéficier d'une clause de conscience et de conditions de rémunération déconnectées de ses jugements et recommandations dans la durée. L'analyste doit pouvoir ne pas être dans le "consensus" de marché, de manière ponctuelle, sans pour autant risquer d'être déconsidéré. L'analyste doit pouvoir également avoir droit à l'erreur.

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.

Sur la base de la réglementation spécifique précédemment décrite, une liste des analystes financiers indépendants serait tenue à jour. Elle serait mise à disposition des différentes professions concernées et du public. Les sociétés de gestion, les investisseurs et les particuliers, auraient ainsi la capacité de se tenir informés de l'opinion d'un analyste financier indépendant sur une société, avant de prendre une décision d'investissement.

Dans ce but, le groupe de travail a suggéré que l'AMF enregistre directement ou indirectement les bureaux spécialisés en analyse financière, ou le cas échéant, les analystes individuellement.

Le groupe de travail suggère également que les associations professionnelles actives dans ces domaines soient étroitement associées à l'organisation de cette procédure. L'enregistrement des analyses individuels pourrait, dans ce cas s'effectuer, au travers de leur adhésion à une telle association elle-même agréée par l'AMF. Les modalités pratiques de mise en place de ce dispositif d'enregistrement ou d'agrément reposeraient sur un certain nombre d'exigences déontologiques qui devraient conduire à prévenir tout conflit d'intérêts.

2-1/ Les conditions d'accès au statut d'analyste financier indépendant

2.1.1/ L'adhésion à des principes déontologiques.

Le respect du cadre réglementaire contraindrait à la mise en place d'une charte d'éthique incluant notamment des dispositions de déontologie personnelle et en termes de gestion de portefeuille de titres.

2.1.2/ L'interdiction d'exercer une activité de conseil au profit des sociétés cotées couvertes.

Afin de conserver la légitimité au statut d'analyste financier indépendant, la réalisation d'une analyse financière indépendante ne devrait pouvoir être précédée d'une activité de conseil sur la même société cotée ou sur une société filiale, dans les douze mois qui précèdent. De même que ne sera pas considérée comme analyse financière indépendante, une analyse sur une société nouvellement cotée qui aurait antérieurement fait appel aux services de conseil de l'analyste financier.

2.1.3/ Les exigences en termes de compétence des analystes.

La reconnaissance en tant qu'analyste indépendant l'obligerait à justifier d'une formation reconnue, ainsi que d'une qualification professionnelle, du type CIIA (diplôme SFAF international) ou CFA. La garantie de la qualité de ses prestations obligerait également l'analyste agréé à suivre une formation continue. Une clause d'expérience professionnelle pourrait être reconnue, le cas échéant.

2.1.4/ La transparence sur les méthodes d'analyse.

Compte tenu de l'état de développement actuel des marchés et de leurs mécanismes de fonctionnement, il apparaît important que la méthodologie utilisée par l'analyste soit mentionnée et explicitée.

2-2/ Les conditions d'agrément des associations professionnelles

Dans l'hypothèse où les bureaux spécialisés en analyse financière se développeraient et souhaiteraient s'organiser de façon à promouvoir leurs services aux institutionnels ou aux investisseurs individuels, le groupe de travail suggère que l'AMF mette en place un processus d'agrément des associations professionnelles spécialisées dans l'enregistrement de cette profession. De la même manière que l'ont fait les conseillers en investissements financiers, le groupe recommande un système "d'autorégulation encadrée" :

- « autorégulation », car reposant sur les associations professionnelles auxquelles les bureaux spécialisés en analyse financière devraient obligatoirement adhérer ;
- « encadrée », car il reviendrait à l'AMF d'agréer 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 des bureaux membres ainsi que des contrôles auxquels elle procéderait.

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».

Le groupe de travail recommande qu'une société cotée ne puisse conditionner la participation d'un analyste, qu'il soit membre du consortium d'émission ou indépendant à l'opération, à la signature d'une clause de black-out, instaurant une période durant

laquelle l'analyste ne pourrait formuler de recommandations ou de prévisions concernant le cours du titre sans l'autorisation de la société cotée.

Par ailleurs, du fait de l'accès privilégié à l'information concernant une opération quelle qu'elle soit, dans le cadre de leur relation contractuelle avec l'émetteur, les membres du syndicat de placement ne doivent pas être, de fait, les seuls établissements capables de publier une analyse financière sur l'opération concernée. La relation financière n'est pas, en effet, à elle seule, la cause des pressions subies par les analystes de la part des émetteurs. L'égalité d'accès à l'information financière pour tout analyste lors des présentations sur l'entreprise est un point fondamental dans un contexte où certains analystes pourraient être victimes de mesures d'exclusion ou de rétorsion de la part des sociétés cotées qui les priveraient de contacts.

Le groupe de travail propose d'ériger en principe l'obligation de recevoir les analystes (sell side, buy side ou indépendants) et de leur offrir la même qualité d'informations.

La loi de sécurité financière du 1er août 2003 couvre spécifiquement le domaine de l'analyse financière, et a pris, notamment, des dispositions pour responsabiliser les émetteurs dans leurs relations avec les analystes et éviter toute atteinte à l'indépendance de ces derniers. L'article 544-2 prévoit que "les dirigeants d'une entreprise doivent s'abstenir de toute initiative auprès des analystes financiers dont ils rémunèrent les services qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres ou ceux de leurs actionnaire au détriment d'une information sincère". L'article soulève cependant une ambiguïté dans le sens où seuls sont protégés les analystes "rémunérés" par l'entreprise couverte. En outre, dans un souci de faire régner une déontologie minimale dans les relations délicates entre les sociétés cotées et les analystes, la SFAF a publié en avril 2003 avec le CLIFF, le Cercle de liaison des informateurs financiers en France, une charte de communication financière énonçant les principes fondamentaux qui doivent gouverner les relations générales entre sociétés cotées et analystes quels qu'ils soient. Y sont abordés, notamment, les thèmes de la liberté de communication, la responsabilité des différents acteurs et l'intégrité du marché, l'égalité devant la diffusion de l'information et la qualité de l'information et de sa diffusion.

Les propositions du groupe de travail conduisent spécifiquement à encadrer les relations entre une société cotée et l'analyste financier indépendant. Dans le contexte

de l'analyse périodique des sociétés cotées, les relations entre l'analyste et la société doivent être prévues de manière à ce que l'analyste financier indépendant n'en soit pas exclu.

3-1/ Réunions avec les analystes lors des conférences sur les résultats.

Lorsque des émetteurs annoncent leurs résultats, ils ont l'habitude de convier les analystes à participer à une présentation soit en personne, soit au moyen d'une téléconférence. Les sociétés françaises devraient prendre l'engagement, de manière systématique, d'y inviter les analystes indépendants couvrant leurs sociétés. L'objectif du groupe est de s'assurer que les analystes autres que ceux appartenant à un établissement impliqué dans le placement ou la négociation du titre de la société ne prennent pas de retard dans l'information et puissent assurer aux investisseurs la publication d'une position autonome par rapport à celle des analystes financiers des banques.

3-2/ Rencontres avec la direction opérationnelle de la société cotée.

Un certain nombre de pratiques se sont développées pour permettre un échange plus professionnel entre analystes financiers et opérationnels au sein des sociétés cotées : par exemple, les entretiens individuels avec la direction de la société, les visites sur place/visites d'usine, l'examen des rapports et des modèles des analystes en présence du management de la société...

De façon générale, ces échanges sont extrêmement importants pour tous les analystes car c'est l'occasion pour la société de fournir des informations techniques complémentaires qui permettront aux analystes de préciser leurs estimations. En tout point semblable aux conférences sur les résultats, les réunions parallèles, généralement accessibles aux analystes des grands établissements financiers, doivent l'être également pour les autres analystes. De même, selon une pratique étroitement liée aux entretiens individuels, les analystes demandent souvent à la direction d'examiner leurs modèles ou leurs rapports avant qu'ils ne soient finalisés et rendus publics. L'objectif d'un tel exercice du point de vue de l'analyste relève du contrôle de la qualité. Sans renoncer à son indépendance, l'analyste tient à savoir s'il a bien compris le modèle d'affaires de l'entreprise et a tout intérêt à s'assurer que toute erreur ou incompréhension manifeste est repérée avant publication. Même si

l'émetteur, animé par les mêmes motivations, veut parfois aussi essayer d'avancer des arguments pour convaincre un analyste sceptique de retirer ou de modifier tel ou tel point de vue ou un commentaire défavorable sur la société, l'analyste indépendant doit pouvoir bénéficier de cet échange correctif avec l'émetteur tout en restant maître de son étude et de son opinion, même négative.

3-3/ Présentations aux analystes lors d'une opération d'appel public à l'épargne ou de fusion-acquisitions.

A l'occasion du lancement d'une opération financière, la société organise généralement une présentation de l'opération proposée, afin d'apporter aux analystes des informations leur permettant d'établir leurs analyses préalables. Ces analyses préalables sont une composante essentielle de la phase commerciale de l'opération, dans la mesure où les investisseurs leur portent une attention particulière. L'objectif des autorités consiste à s'assurer que la présentation aux analystes reste un forum ouvert à tout analyste couvrant la société.

Des analyses sont occasionnellement publiées dans le contexte d'une opération faisant intervenir plusieurs candidats à l'acquisition d'une société. En pareil cas, l'analyse financière est importante, et les parties à l'opération vont activement plaider leur dossier devant les analystes. Par exemple, dans le cadre de sa stratégie de défense, une société faisant l'objet d'une OPA inamicale peut s'efforcer de convaincre les analystes que l'offre formulée n'est pas judicieuse ou qu'elle est défavorable aux actionnaires. A l'inverse, les acquéreurs potentiels vont chercher à faire valoir aux analystes que leur offre est la meilleure pour les actionnaires et que c'est la direction en place qui y fait obstacle. Les analyses peuvent donc servir d'armes dans la lutte pour le contrôle de la société. En conformité avec le principe d'égalité d'accès à l'information fournie par l'émetteur, la présentation de leur stratégie par les dirigeants doit également être diffusée auprès des analystes financiers indépendants couvrant la société.

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.

4-1/ Introductions en bourse

Les sociétés qui désirent s'introduire sur Eurolist, doivent déjà répondre à une obligation de transparence en fournissant à l'occasion de leur mise sur le marché des informations dans un document visé par l'AMF. Parallèlement, il serait recommandé que soit rendue obligatoire la publication d'une analyse financière, rémunéré sur les frais d'émission mais répondant aux critères d'indépendance requis, par rapport à la société concernée ainsi qu'aux établissements partie au syndicat de placement.

4-2/ Augmentations de capital significatives par les sociétés cotées

De la même manière que pour les introductions en bourse, pour toute opération ayant un impact fort sur la dilution, actuelle ou future (au travers d'obligations convertibles par exemple), le groupe de travail suggère que soit établie une analyse financière indépendante par rapport aux établissements bancaires en charge du placement du titre. Pour assurer ce caractère indépendant, il est nécessaire que, le cas échéant, les associations créées pour représenter la profession, puissent s'interposer pour le choix et la rémunération de l'analyste indépendant en charge.

Le groupe de travail suggère que le critère de base, à partir duquel il faudrait faire appel à un analyste financier indépendant, serait que l'opération concernée engendre une augmentation du capital qui soit supérieure à 20% de la capitalisation boursière.

4-3/ Emission d'instruments de dette

Compte tenu des expériences récentes de difficultés financières dues à l'endettement mal considéré dans certaines sociétés cotées, il a été envisagé par le groupe que soit rendue obligatoire une analyse financière dans le cas d'une opération importante de levée d'instruments de dette. Ce point n'a cependant pas été retenu in fine partant du principe que les agences de notation sont responsables de ce suivi.

Dans tous les cas précités, le service doit être correctement tarifé de façon à garantir une prestation de qualité.

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.

En s'interrogeant sur la multiplicité des sources disponibles pour accroître la possibilité de voir émerger une analyse financière différente de celle existante proposée par les prestataires de services d'investissements, le groupe de travail recommande que soient levés certains verrous juridiques afin de permettre le paiement de l'analyse financière par des commissions de courtage "partagées".

5-1/ La recherche financée par les gestionnaires d'actifs

La conception libérale serait de laisser au marché le soin de gérer seul l'offre et la demande. Le modèle économique consisterait à ce que l'analyse financière soit payée par les utilisateurs, qu'ils soient des investisseurs directs (compte fonds propres maison, assureurs, investisseurs) ou indirects gestionnaires pour compte de tiers (OPCVM ou sous mandat, fonds de retraite ou de pension, fondation etc...) à partir de leurs commissions de gestion.

De manière très ponctuelle, certaines sociétés de gestion seraient favorables à un recours à la recherche indépendante qui se distinguerait par sa qualité et sa spécialisation, en particulier sur les petites et moyennes valeurs. Elles pourraient justifier le coût d'une analyse indépendante sur les grandes valeurs cotées si elle était utile, pertinente, et protectrice des investisseurs. Certaines réfléchissent en particulier à une stratégie d'investissement basée sur le développement durable et sur l'investissement socialement responsable et déclarent avoir recours ponctuellement à de l'analyse externe. Le coût de cette dernière vient, a priori, en déduction de leur frais de gestion sans pour autant être répercuté sur le client final par une hausse des commissions de gestion.

De l'expérience vécue au cours des dernières années qui ont vu disparaître des bureaux d'analystes indépendants importants et reconnus pour la qualité de leur travaux, le modèle qui consistait à faire payer directement ou indirectement la recherche financière indépendante par les sociétés de gestion ou les investisseurs n'apparaît plus pour l'instant une équation viable en Europe du fait de la pression

concurrentielle sur les frais de gestion.

5-2/ Le découplage de la commission de courtage et des frais de recherche financière : la commission de courtage à facturation "partagée" (ou "commission sharing agreement").

A l'exemple du système récemment mis en place au Royaume Uni, il pourrait être envisagé de découpler la commission de courtage en deux prestations distinctes :

- d'une part, la prestation dite d'exécution" comprenant la négociation, le back office, le suivi commercial et du marché du titre,
- d'autre part, la prestation d'analyse.

Cette décomposition analytique de la facturation est la première étape fondamentale à franchir pour que le gestionnaire ait une appréciation des moyens qu'il alloue à la recherche "sell side". Le découplage des prestations permettrait en effet de redonner un prix ou une valeur "marchande" à l'analyse financière.

La partie commission payée par l'investisseur et perçue par la société de bourse, pourrait à son tour être rétrocédée à un bureau d'analyste financier indépendant désigné par le donneur d'ordre et dans les proportions définies par celui-ci. Cette ré-allocation des moyens permettrait à terme le financement de bureaux d'études de taille significative, indépendants et pérennes et ainsi encourager l'émergence d'une nouvelle forme d'analyse financière fondamentale.

Le groupe de travail suggère donc que se développent des accords de paiement indirect à des bureaux d'analyse financière indépendante à partir des commissions de courtage perçues par les sociétés de bourse. C'est à ce niveau que la réglementation pourrait intervenir, afin d'assurer la sécurité juridique du système. L'AMF doit clarifier le fait, qu'en plus du courtage payé pour l'exécution simple de l'ordre, le gestionnaire peut également faire directement supporter aux fonds gérés le coût de l'analyse indépendante qu'il déciderait de financer en faisant la distinction entre la rémunération de la recherche et celle de l'exécution dans le courtage global prélevé par l'intermédiaire. Une telle transparence faciliterait le choix par l'investisseur de combinaisons différentes pour la recherche et l'exécution (et non une obligation de deux prestations liées chez le même fournisseur) ce qui serait dans l'intérêt même des investisseurs dans le fonds. Pour ce faire, un accord tri-partite entre la société de bourse, le client et un fournisseur de recherche devrait être conclu. Le client choisirait son fournisseur d'analyses. Il conviendrait avec la société de bourse, du montant de

courtage à prélever pour rémunérer les analyses dont bénéficierait le client. La question posée est de savoir à quelles conditions ce système serait en pratique possible.

Le groupe de travail propose que l'AMF définisse plus précisément les termes de l'accord de commission de courtage "partagée" et ses caractéristiques, afin d'en garantir la légitimité. Les engagements entre investisseurs et sociétés de bourse devraient ensuite se conformer à cette définition.

Ce découplage des prestations pourrait en outre présenter l'avantage, s'il est associé à une obligation de transparence accrue, de responsabiliser davantage les gestionnaires dans l'exercice de leur métier. La séparation des flux et le choix d'allocation de moyens à des analyses financières externes permettrait aux intermédiaires d'apporter à leurs mandants la preuve de leur valeur ajoutée en matière de recherche. Une telle valorisation de l'analyse financière indépendante pour les clients finaux ne peut en effet qu'être un gage de qualité des services offerts par la société de gestion. Cela contribuera, enfin, à plus de transparence des frais portés à la charge du fonds par les sociétés de gestion.

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.

Les limites de l'analyse financière indépendante se trouvent essentiellement dans le financement proprement dit de cette activité. En effet, le modèle économique à adopter reste le problème majeur.

Ayant constaté le besoin d'analyse financière sur les petites et moyennes valeurs, quelques structures d'analystes indépendants ont pu, malgré la difficulté de trouver les moyens et les capitaux indispensables au démarrage, développer une activité uniquement centrée sur la couverture des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros, ce qui correspond à la classification d'Euronext sous le compartiment C. Si un tel phénomène était à généraliser, le groupe de travail propose que les sociétés cotées de taille petite ou moyenne puissent sur une base volontaire, participer au financement d'une telle recherche.

Certaines associations d'analystes pourraient organiser, au niveau de la place, un

système de fonds mutualisé auquel les PME cotées pourraient verser leurs contributions. Ce fonds devrait être gouverné par un comité d'administrateurs indépendants qui seraient redevables de sa bonne gestion et de son allocation équitable aux différents bureaux d'analyse indépendante. Il n'est en effet pas souhaitable que les sociétés contributrices aient des liens d'affaires directs avec les sociétés d'analyse financière, de façon à ne pas nuire à l'objectivité de leurs jugements. Les associations professionnelles les représentant devraient donc pouvoir s'interposer pour le choix et la rémunération de l'analyste dans ce type de fonction.

Le groupe propose que l'analyste financier indépendant ainsi désigné, suivant un processus codifié par l'association représentative, assure la couverture de la PME cotée dès son introduction. Ultérieurement, il assurerait également un suivi périodique de la société. Ce suivi correspondrait à la garantie, pour chacune des sociétés suivies, de la diffusion d'au moins une analyse annuelle et de flashes d'information réguliers sur les résultats ou chiffres d'affaires, ainsi que la diffusion de notes quand l'actualité le nécessiterait.

Afin que cette information puisse parvenir de manière instantanée à tout investisseur, individuel ou institutionnel, une diffusion très large de cette analyse devrait être prévue via Internet. Plusieurs supports de diffusion de cette analyse pourraient être envisagés sachant que le site de l'émetteur paraît être le canal le plus approprié, en parallèle à d'autres canaux comme les sites de l'AMF ou de l'association à laquelle les analystes financiers indépendants sont affiliés.

Il devrait être, en tout état de cause, mentionné sur les documents que cette recherche a été financée de manière indirecte par la société couverte.

Pour éviter toute distorsion injustifiée de concurrence entre les bureaux d'analyse indépendants et les sociétés de bourse bénéficiant du label d'expert en valeurs moyennes, ces sociétés de bourse devraient également être en mesure de bénéficier du système proposé, dès lors qu'elles ne seraient pas en conflits d'intérêts avec les sociétés couvertes.

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

Le groupe de travail suggère que l'AMF puisse réaffirmer l'importance de renforcer l'indépendance de l'analyste.

Pour contribuer activement 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 lorsqu'un analyste est fondé à se prévaloir de son indépendance dans le cadre de sa mission au sein d'un établissement. L'AMF apprécierait chaque cas d'espèce par référence à la loi et au règlement général. 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.

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

Plus spécifiquement pour le financement par le biais de la commission de courtage à facturation "partagée", une telle démarche supposerait, dans tous les cas, que les principales autorités de marchés en Europe procèdent de la même manière. Sinon, notamment dans le cadre européen, les investisseurs finaux pourraient avoir naturellement tendance à se détourner des sociétés de gestion affichant des frais relativement élevés, parce que comprenant le coût de la recherche, et à se tourner vers des concurrents qui, incluraient les frais de recherche dans les frais de transaction, de ce fait moins sensibles, même s'ils sont in fine toujours payés par les clients.

Le groupe propose en conséquence qu'une discussion soit ouverte au niveau de l'association des régulateurs européens, le CESR, pour qu'une initiative commune soit prise en faveur de la reconnaissance d'un statut harmonisé de l'analyse indépendante en Europe.

ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante

Président

Monsieur Jean de Demandolx Dedons (Membre du collège de l'AMF)

Membres

Alain Cazalé (SFAF)

Jérôme Chosson (ID Mid Caps)

Evelyne Deloirie (Middlenext)

Philippe Dujardin (PHD Asset Management)

Yasmina Galle (Euronext)

Hubert Jousset (Gestion Financière Privée)

Alain Leclair (AFG)

Didier Le Menestrel (Financière de l'Echiquier)

Caroline Millot (l'Oréal)

François-Xavier Pietri (La Tribune)

Jean-Pierre Pinatton (Membre du Collège de l'AMF)

Florence Triou (Compagnie de Saint Gobain)

Assistaient également aux réunions

Hubert Reynier (AMF, Secrétaire général adjoint, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Anne Demartini (AMF, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Gisèle Amar, (AMF, Direction des Emetteurs)

Emmanuel Lavocat, (AMF, Direction des Affaires Comptables)

Rapporteurs

Carine de La Cotardière (AMF, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Michel Karlin (AMF, Direction des prestataires de la Gestion)

ANNEXE 2 : Lettre de mission adressée par Monsieur Michel Prada, Président de l'AMF, à Monsieur Jean de Demandolx Dedons le 24 novembre 2004

Monsieur le Président,

Le régulateur français, du fait de sa mission traditionnelle de protection de l'épargne, a toujours porté une attention soutenue aux travaux des analystes financiers, notamment à travers la réglementation du CMF, afin de mettre en place des dispositions réglementaires de nature à assurer la crédibilité de la profession et par là-même la sécurité, la transparence et le développement de la place financière de Paris. A ce titre, les modalités d'application de la directive "Abus de Marché", applicables aux analystes financiers, en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêt viennent d'être transposées dans le règlement général de l'Autorité de marchés financiers dans le titre III du livre III.

Dans un souci permanent d'amélioration de la qualité du fonctionnement des marchés, le Collège de l'AMF souhaite, en concertation avec la place, procéder à une analyse approfondie du sujet particulier de l'analyse financière indépendante qui fait l'objet aujourd'hui, aux Etats-Unis et au Royaume Uni principalement, d'un grand nombre d'études et d'expériences. L'AMF ne pouvant pas rester à l'écart d'un grand mouvement international en faveur de la renaissance souhaitable de la recherche indépendante, le Collège a décidé, pour ce faire, de constituer un groupe de travail composé de personnalités qualifiées en la matière et pour lequel je souhaiterais solliciter votre participation en qualité de Président du groupe.

Les travaux du groupe de travail auront pour objectifs de :

1. contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante ;
2. établir un état des lieux en France ainsi que des expériences étrangères en la matière ;

3. émettre des propositions quant à la nécessité et aux moyens de donner un statut à cette analyse et d'assurer sa viabilité économique en liaison avec les différents acteurs de la place.

Tous ces travaux nécessiteront de réfléchir, à partir des textes nationaux mais aussi des expériences étrangères et des meilleurs standards internationaux.

Le groupe de travail devra proposer les évolutions de la réglementation et des pratiques professionnelles qui lui paraîtront nécessaires. Ces propositions seront ensuite soumises à consultation publique, dans le courant du premier trimestre 2005.

En espérant que ce projet retiendra votre attention et dans l'attente de votre réponse, je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération distinguée.

Michel PRADA

ANNEXE 3 : Liste des personnes auditionnées et consultées par le groupe de travail

Personnes auditionnées par le groupe de travail :

Eric Bourdais de Charbonnière, Président du Conseil de Surveillance de Michelin

Michael Dreher, Managing Director de Standard & Poor's investment Services

Jean-Pierre Hellebuyck, Directeur de la stratégie d'investissement de AXA IM.

Personnes consultées :

François Bacot, Président honoraire de UBS France

Dominique Leblanc, Directeur Général de Fininfo

Bernard Coupez, Directeur recherche externe et relations brokers de BNP PAM

Jean de Belot, ancien Rédacteur en chef du journal le Figaro

Gilles de Lapalme, Directeur Arkéon Finance

Analystes financiers indépendants : Membres de la CAFI (Compagnie des Analystes Financiers indépendants).

Valérie Dieppe (Opale Finance)

Bernard Dufour (IEM action)

Olivier Marrot, Jean-Louis Paré (Evyssem)

Jean-Guy de Waël, Président d'honneur de la SFAF

Bertrand Jacquillat, Président d'Associés en Finance

Hubert Jousset, Président de GEFIP

Julien Nebenzahl, Président de Day by Day

Mark Sinsheimer, Consultant pour MS Conseil "Standards and Practice"

Yves Mansion, Président Directeur Général de la Société Foncière Lyonnaise

Bertrand Collomb, Président de l'AFEP, Président Directeur Général de Lafarge.

Martine Orange, Journaliste, Le Monde

Jean-Claude Mothié, Société Thalès

Jean-Philippe Viallon, journaliste, Mieux-Vivre Votre Argent : « La lettre de la Bourse »

Nasser Ouzegdouh, Directeur de la Rédaction de la Vie Financière

Pierre-Henri de Menthon, Journaliste, Challenges

Robert Monteux, Directeur des rédactions, Le Revenu

Eliane Rouyer, Accor Directrice de la Communication financière et représentante du CLIFF

Valérie Magloire, PSA Directrice de la Communication financière et représentante du CLIFF

Edouard Tétreau, ex Analyste Financier, Auteur de « Au cœur de la folie financière ».

ANNEXE 4 : Initiatives d'autres régulateurs

➤ États-Unis

Aux États-Unis, les questions liées au dégroupage des commissions de courtage ont été traitées dans divers textes de la SEC et dans les règles des organismes d'auto-régulation (NASD et NYSE).

Historiquement, pour répondre aux préoccupations relatives aux accords de paiement indirect au travers des courtages, le Congrès américain a adopté en 1975 l'article 28(e) du Securities Exchange Act, qui établit une dérogation pour les gestionnaires de portefeuille qui emploient les courtages pour obtenir des services de recherche sur les placements, s'ils respectent certaines conditions. Par suite de l'abolition des courtages à taux fixe le 1er mai 1975, les gestionnaires de portefeuille et les courtiers avaient en effet, exprimé la crainte que, si les gestionnaires payaient à un intermédiaire un courtage supérieur au courtage le plus bas disponible en contrepartie de services autres que l'exécution, comme la recherche, ils s'exposaient à des poursuites pour violation de leur obligation fiduciaire. Le texte indiquait alors que cette obligation exigeait de la société de bourse qu'elle recherche « les conditions les plus favorables qui sont raisonnablement disponibles dans les circonstances, pour l'opération d'un client ».

En novembre 2004, un groupe de travail de la NASD a publié un rapport contenant des recommandations au sujet du paiement indirect de la recherche au moyen des courtages. Il a conclu que la dérogation prévue par l'article 28(e) devrait être maintenue et a formulé un certain nombre de recommandations. Il proposait, notamment, que la SEC prenne les mesures nécessaires pour adopter une interprétation plus étroite de la gamme des services de recherche auxquels la dérogation est applicable, de manière à mieux circonscrire les types de services qui profitent aux clients plutôt qu'au conseiller et à ne protéger que le « contenu intellectuel » de la recherche. Le groupe de travail de la NASD a proposé que la SEC ajoute une liste indicative des éléments qui seraient inclus dans la définition ou en seraient exclus. La SEC a, en outre, mis en vigueur, le 14 octobre 2004, une règle qui interdit aux organismes de placement collectif de rémunérer les courtiers pour le placement des parts de leurs fonds au travers de courtages.

L'initiative la plus marquante pour l'émergence de la profession des analystes indépendants restera cependant la transaction qui a infligé une amende d'un montant de 470 millions de dollars aux 12 plus importants brokers-dealers. Une pénalité supplémentaire de 80 millions de dollars a été destinée à l'éducation des investisseurs. Le montant global auquel ont contribué les 12 brokers devra être dépensé sur les cinq années à venir sous forme de subvention à la recherche indépendante. Des consultants indépendants ("IC"), payés et choisis par les contributeurs eux-mêmes, sont en charge de la sélection des « Independent providers » (IP) qui doivent être des sociétés d'analyse financière indépendante. Sur les 50 sociétés sélectionnées, 8 d'entre elles ont bénéficié de 80 % du montant de la pénalité.

Les brokers offrent pour chaque société suivie en plus de leur analyse l'accès à une recherche indépendante produite par les IP. Le broker a l'obligation de rendre facile d'accès sur son site la recherche ainsi publiée.

Il est prévu que sur chaque société cotée, deux analyses indépendantes soient écrites par an. Lors d'une introduction, ou d'une émission, une recherche supplémentaire doit être publiée.

➤ Royaume-Uni :

En avril 2003, la FSA a publié un document de consultation (CP176 on «Bundled brokerage and soft commission arrangements »). Auparavant, en 2001, une étude rédigée par Paul Myners, avait cerné les problèmes découlant de l'utilisation par les gestionnaires de portefeuille des services groupés et des accords de paiement indirect de services au moyen des courtages. La FSA s'était engagée à approfondir ces questions et à proposer, au besoin, des modifications de la réglementation. Le document CP176 proposait deux mesures principales :

- limiter la gamme des produits et services pouvant être achetés au moyen des courtages,
- obliger les gestionnaires de portefeuille à évaluer les produits et services pouvant encore être payés indirectement au moyen des courtages ou groupés et consentir un rabais équivalent à leurs clients.

En mai 2004, la FSA a publié "Bundled brokerage and soft commission arrangements - Feedback on CP176", dans lequel elle indique que trois modifications sont nécessaires :

- la gamme des produits et services que les gestionnaires de portefeuille peuvent acheter avec les fonds de leurs clients au moyen des courtages devrait être limitée à l'exécution et à la recherche ;
- les clients des gestionnaires de portefeuille devraient recevoir une information claire au sujet des coûts respectifs d'exécution et de recherche payés pour leur compte par le gestionnaire ainsi que des dépenses globales pour ces services ;
- les gestionnaires de portefeuille devraient être encouragés à rechercher, et les sociétés de bourse à fournir, des mécanismes clairs de paiement et de fixation de prix permettant l'achat des services séparés.

L'Investment Management Association (IMA) travaille à l'élaboration d'un nouveau système d'« informations comparées » pour présenter la ventilation entre les coûts d'exécution et les coûts de recherche. En novembre 2004, pour faire suite au document de mai 2004, la FSA a publié une instruction exposant sa position sur ce qu'il faut entendre par « exécution » et « recherche ». La FSA a proposé de définir un périmètre des paiements au moyen des courtages et d'établir une distinction entre les produits et services non permis d'un côté et l'exécution et la recherche de l'autre. Les services qui n'ont pas un rapport assez étroit avec des décisions de gestion de placement ou des opérations particulières pour être classés comme exécution ou recherche sont considérés non permis.

Les services groupés sont définis dans le CP176 comme un mécanisme selon lequel une société de bourse fournit à un client (par ex. un gestionnaire de portefeuille) une combinaison de services d'exécution d'ordres et d'autres services, comme la recherche sur des placements, qui sont payés au moyen des courtages. Les éléments des services groupés ne sont ordinairement pas offerts comme services séparés et ils n'ont pas de prix séparés. Les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont décrits comme des accords dans le cadre desquels le gestionnaire de portefeuille reçoit des produits et des services (ordinairement de tiers) qui sont payés par la

société de bourse. Il y a un accord préalable explicite qui établit le rapport entre la valeur des produits et services ainsi payés indirectement et un volume déterminé de courtages sur les transactions.

➤ Canada

L'Autorité des marchés financiers du Québec a lancé une consultation sur le sujet de l'"unbundling" jusqu'au 6 mai 2005. Le document consultatif vise à exposer un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages en vue de permettre notamment qu'une partie du courtage serve au paiement de produits ou services fournis par un tiers que l'intermédiaire chargé de l'exécution et conserve le solde du courtage. L'un des arguments invoqués en faveur des accords de paiement indirect au moyen des courtages que ces accords permettent à des fournisseurs de recherche indépendante de faire concurrence aux grandes maisons de courtage qui fournissent des services groupés d'exécution et de recherche. L'Autorité considère que *"ce facteur est extrêmement important dans l'environnement actuel où la recherche indépendante est devenue une priorité"*.

➤ Australie

En 1997, l'Australian Securities and Investment Commission (ASIC) a publié le *"Policy Statement 122 Investment advisory services: the conduct of business rules"*. Ce texte expose les instructions et les lignes directrices de l'ASIC sur la façon dont les personnes qui font des recommandations à des investisseurs au sujet de titres peuvent respecter les règles de déontologie définies dans le *Corporations Act* (Australie).

En particulier, l'article 64 de ce texte prévoyait que, dans les cas où un conseiller en valeurs recevait des avantages en nature, par exemple, des locaux, l'accès informatique à de la recherche et à des bases de données, des rabais sur la publicité et des contributions à la publicité, etc., pour promouvoir des fonds ou des titres particuliers, ces avantages devaient être déclarés dans un souci de transparence vis à vis des investisseurs.

Depuis le 11 mars 2004, les règles sur les informations à fournir ont été révisées pour éclairer de manière plus précise les services compris dans la commission de courtage. En juin 2004, l'ASIC a publié un rapport de recherche sur les avantages payés indirectement dans le domaine de la planification financière. Le rapport examine une vaste gamme d'avantages payés indirectement, comprenant tous les avantages à l'exception :

- des honoraires directs de conseil au client;
- des commissions en rétrocessions que les conseillers financiers et leurs représentants peuvent recevoir s'ils recommandent certains produits.

De plus, l'Australia Investment and Financial Services Association (IFSA) et la Financial Planning Association (FPA) ont établi des lignes directrices sur les avantages payés indirectement. Par exemple, selon les lignes directrices de l'IFSA adoptées en 1999, constituent des avantages acceptables la recherche provenant de tiers et les logiciels d'analyse technique, tandis que sont inacceptables les voyages, les frais de séjour, les frais de représentation, les logiciels ou le matériel informatique non liés à la prise de décisions d'investissement, au conseil ou à la recherche. Le code de déontologie de la FPA comporte également une disposition relative aux informations à fournir au sujet de la rémunération.

Dans les derniers mois de 2003, l'IFSA et la FPA ont commencé à collaborer sur les questions relatives aux avantages payés indirectement. Un code de pratique pour la profession sur les « formes de rémunération indirectes » (c'est-à-dire les avantages payés indirectement) a été publié sous forme de projet en décembre 2003 et parachevé en juillet 2004. Il vient s'ajouter aux obligations d'information légales.

ANNEXE 5 : Synthèse de l'enquête réalisée auprès des dix plus grosses sociétés de gestion en France

1-/ Données de base sur les sociétés visitées

Les sociétés de gestion suivantes ont été visitées : BNP PAM, GROUPAMA, AXA IM, NATEXIS AM, IXIS AM, HSBC AM Europe, SOGEPOSTE, CA AM, AGF AM et SGAM, toutes membres du comité exécutif de l'AFG.

Ces sociétés présentent de grandes différences de taille. Alors que l'une d'elles emploie un total de 80 collaborateurs, deux autres, à l'opposé, ont un effectif à Paris de 700 à 800 collaborateurs. L'effectif dédié à la gestion est de 19 personnes pour la première, de 135 personnes pour l'une des deux autres. Les 19 personnes mentionnées précédemment sont des analystes-gérants, cumulant les deux fonctions. Les 135 personnes également mentionnées se décomposent en 110 gérants et 25 analystes. Les autres sociétés se situent, à l'exception de l'une d'entre elles pour laquelle nous ne disposons pas de toutes les données comparables, entre ces deux extrêmes. Elles ont un effectif dédié à la gestion variant de 20 à 80 collaborateurs. Pour la société représentant l'exception indiquée ci-dessus, nous ne connaissons pas l'effectif global à Paris. Mais son effectif dédié à la seule gestion actions est de 73 collaborateurs. Pour les plus importantes, l'effectif à Paris ne représente qu'une partie de l'effectif total. Ainsi, l'une de celles qui emploie à Paris 750 personnes a un effectif total de 2100 personnes dans le monde.

Le guide des professionnels de l'investissement 2005 (guide SFAF-AGEFI) indique pour chacune des sociétés visitées que le nombre de valeurs suivies est le suivant :

- BNP PAM : entre 300 et 350 valeurs dans la zone Europe ;
- Groupama : 160 valeurs (valeurs européennes, zone euro et Royaume-Uni) ;
- Axa IM : nombre non disponible ;
- Natexis AM : nombre non disponible ;
- Ixis AM : 300 valeurs (Europe y compris Royaume-Uni, Suisse) ;
- HSBC AM : 600 valeurs (Europe et Royaume-Uni) ;
- Sogeposte : nombre non disponible ;

- Crédit agricole AM : 400 valeurs Europe, USA et Asie ;
- AGF AM : donnée non disponible ;
- SGAM : 600 valeurs (monde).

Ces statistiques publiques sont indicatives, mais elles doivent sans doute être considérées avec prudence, la méthodologie de détermination des chiffres n'étant pas connue et n'étant certainement pas la même pour toutes les sociétés intéressées.

2-/ Les modèles d'organisation de l'activité d'analyse et de gestion

Trois modèles ont été rencontrés :

- la séparation des équipes d'analystes et de gérants,
- la fusion des équipes d'analystes et de gérants,
- les analystes gérants et un modèle mixte,

6 parmi les 10 sociétés de gestion visitées séparent les équipes d'analystes et de gérants, sauf pour ce qui concerne les petites et moyennes capitalisations où le modèle dominant est celui des analystes-gérants (à une seule exception près). Selon les interlocuteurs rencontrés dans les sociétés où les équipes sont séparées, le modèle des analystes-gérants présente l'inconvénient de ne pas permettre aux intéressés de prendre un recul suffisant. L'analyste séparé des gérants, explique un des responsables concernés, « n'est plus *happé* par les *bruits* du quotidien". C'est le gérant qui prend en charge ce quotidien, pilote le suivi des risques, rencontre les clients et les sociétés de bourse. Un autre argument avancé en faveur de ce modèle de séparation est que l'analyste doit être en mesure de suivre les dossiers dans la durée et, pour ce faire, ne doit pas être tributaire des contraintes de la gestion au jour le jour.

Dans les sociétés qui ont mis en place le modèle d'analyste gérant, l'idée est avancée que ce modèle permet une relation équilibrée entre analystes et gérants. Hors de ce modèle, il se crée un rapport de forces entre les uns et les autres susceptible soit de conduire à cantonner les analystes dans une fonction de documentaliste, soit à l'opposé de conduire les gérants à n'assumer qu'une fonction d'exécutant. Un autre argument est bien sûr le coût moindre du modèle de l'analyste-gérant par rapport à celui de la séparation.

3-/ Le rôle des analystes "buy-side"

Dans les sociétés où les analystes sont séparés des gérants, ils assument dans la plupart des cas, entre autres missions, celle de jouer un rôle de « filtre » entre les analystes "sell side" et les gérants. Les sociétés reçoivent, comme il a été indiqué dans le rapport, des analyses nombreuses, souvent sur les mêmes émetteurs, de la part des sociétés de bourse. Les analystes "buy-side" ont alors pour mission d'en extraire les éléments leur semblant les plus significatifs. Dans quelques cas minoritaires, il est indiqué que les analystes "buy-side" ne remplissent pas ce rôle de filtre: les analyses "sell-side" sont alors directement envoyées aux gérants et les analystes "buy-side" ne s'interposent pas. Leur valeur ajoutée est plutôt exclusivement d'apporter à la société de gestion un complément à ces analyses "sell-side" et de générer des idées originales alimentant les modèles de gestion conçus par chaque société.

Toutes les sociétés de gestion visitées remettent en cause le modèle passé de gestion indicielle. Soit elles le nuancent, cherchant à s'écarter pour les portefeuilles de la composition de l'indice de référence tout en gardant un lien, même distendu, avec cet indice. Soit elles rejettent plus fondamentalement la pratique de la gestion indicielle. Dans les deux cas, il appartient aux analystes "buy-side", quand ils sont séparés des gérants, ou aux analystes gérants de nourrir les modèles de gestion ainsi retenus.

L'organisation des rencontres avec les sociétés cotées est une autre mission des analystes "buy-side". Ces rencontres sont généralement mises au point par l'intermédiaire des sociétés de bourse. Toutefois, dans certains cas, les sociétés émettrices préfèrent un contact direct avec les sociétés de gestion ou bien ces dernières contactent spontanément les émetteurs.

4-/ Le nombre de sociétés de bourse utilisées

Les courtiers concernés sont ceux qui sont utilisés non seulement pour l'achat de valeurs françaises, mais également pour l'ensemble des valeurs internationales couvertes. Le nombre varie de 10 (avec toutefois une liste complémentaire) à 60.

La plupart des sociétés de gestion distinguent les grands brokers internationaux, auxquels elles ont largement recours pour la négociation, des brokers à dimension

domestique, spécialisés sur un marché déterminé, auxquels les sociétés ont également recours pour leur connaissance des émetteurs nationaux, pour la qualité de leurs analyses financières et leur capacité à mettre les responsables de la gestion en contact avec les dirigeants des sociétés cotées. Les sociétés de gestion doivent donc établir des relations suivies avec ces deux catégories de courtiers. Une société de gestion nous a indiqué établir une classification en trois catégories : les courtiers globaux, les courtiers multi-locaux et les courtiers spécialisés, soit par la localisation, soit aussi par secteurs. Plusieurs sociétés de gestion établissent deux listes : dans deux cas, la première liste comprend les courtiers recevant quelque 80 à 90 % des commissions versées. La deuxième liste comporte les courtiers retenus pour leurs compétences spécifiques, par exemple en matière de développement durable. Dans un autre cas, la société distingue une liste des sociétés de bourses utilisées classiquement à la fois pour les services d'exécution d'ordres et d'analyse et une liste de courtiers utilisés seulement pour la négociation. Dans la plupart des sociétés, les courtiers locaux sont présentés comme des auxiliaires précieux pour la connaissance, voire la découverte, des entreprises de taille petite ou moyenne et l'entrée en relation avec elles.

La question du nombre optimum de courtiers avec lesquels les liens sont tissés se pose. Avoir un grand nombre de liens : par exemple avec 60 courtiers, permet une large diversification des contacts, notamment avec les courtiers à dimension domestique. Mais en contrepartie, la multiplication des contacts semble être un facteur d'inefficience. Au total, les sociétés de gestion paraissent dans leur ensemble conduites à opérer un mouvement de réduction du nombre des courtiers avec lesquels elles travaillent.

Plusieurs sociétés ont indiqué «suivre » les analystes changeant de courtier. Ce phénomène montre bien l'importance de la relation personnelle qui se noue entre des analystes ou des gérants de sociétés de gestion avec des analystes "sell-side", au-delà même de l'appartenance de ces derniers à tel ou tel courtier.

5-/ Les jugements portés sur l'analyse sell-side

Les courtiers font l'objet de notations semestrielles, voire plus fréquentes, dans toutes les sociétés de gestion visitées. Ces notations concernent entre autres les analystes sell-side. Ces derniers, et plus généralement les courtiers, sont donc sous la pression

permanente de leurs clients manifestant périodiquement les motifs de leur satisfaction ou de leur insatisfaction.

Les sociétés de gestion visitées, dans leur ensemble, estiment que le service de recherche qui leur est fourni par les courtiers leur est d'une grande utilité. Le propos est toutefois nuancé par un certain nombre de réserves. Ces réserves expriment l'idée que les analystes ne sont pas indépendants et que ce manque d'indépendance a pu conduire à des excès dans le passé. Toutefois, plusieurs éléments viennent limiter ces réserves. D'une part, les excès évoqués pour le passé semblent aujourd'hui largement corrigés. D'autre part, les responsables des sociétés de gestion disent bien connaître leurs interlocuteurs analystes. Selon leurs dires, cette bonne connaissance leur permet, le cas échéant, de rectifier certains propos ou de prendre une certaine distance vis-à-vis d'eux. Cette distance est notamment patente vis-à-vis des recommandations formulées dans les analyses écrites. L'intérêt des sociétés de gestion semble se porter plus sur le raisonnement, sur l'analyse elle-même, plutôt que sur les recommandations auxquelles cette dernière conduit. Deux responsables rencontrés ont cependant manifesté de l'insatisfaction vis-à-vis de l'analyse actuelle, en regrettant la disparition des bureaux d'analyses qui, dans les années 80, représentaient l'analyse indépendante. L'un d'eux estime ainsi que le « discours des analystes s'est affadi. Les analystes éprouvent des difficultés à suivre l'ensemble des entreprises qu'ils doivent couvrir dans un univers qui est devenu au fil des années plus complexe. Les analystes s'appuient sur le discours officiel des entreprises. Ils évaluent les résultats, mais ne voient pas suffisamment les points fondamentaux. »

6-/ Le recours à des bureaux spécialisés et les perspectives ouvertes par les pratiques "d'unbundling" et de "commission sharing agreement"

Trois sociétés de gestion nous ont indiqué avoir recours à des bureaux spécialisés, sur des sujets très spécifiques, mais de manière marginale. Deux de ces sociétés ont mené une réflexion sur les pratiques "d'unbundling" et de "commission sharing agreement" et y sont manifestement très favorables. A leur sens, ces pratiques permettraient de développer le recours à une analyse ayant d'autres origines que les intermédiaires financiers et soutiendraient le développement éventuel de l'analyse financière indépendante en France.

SOMMAIRE

SYNTHESE ET RECOMMANDATIONS	2
INTRODUCTION	5
Partie I : Constats sur l'analyse financière.....	10
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.....	10
2 – La couverture de la cote et des investisseurs par les analystes est très inégalement assurée. L'analyse financière est fortement concentrée sur les grandes capitalisations et est essentiellement distribuée auprès des gestionnaires institutionnels.....	11
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.....	14
4 – L'indépendance dans l'analyse financière est un état d'esprit, en permanence confronté à de multiples sources de conflits d'intérêts avec les sociétés cotées ou avec les activités de banque d'investissement.....	14
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 pro-cyclique dans son jugement global sur les marchés et dans ses recommandations individuelles sur les valeurs.....	16
6 – Le financement de la recherche, direct ou indirect, par les investisseurs ne suit pas toujours un processus rationnel et transparent.....	20
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.....	21
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.....	23
Partie II : Recommandations	25
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.....	25
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.....	27
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».....	29
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.....	32
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.....	34
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.....	36
7 - L'attribution d'une fonction d'arbitrage donnée à l'AMF en cas de conflits entre analystes et sociétés cotées ou sociétés de bourse.....	38

8 - Une coordination de la régulation à ce sujet au niveau européen.....	38
ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante.....	39
ANNEXE 2 : Lettre de mission adressée par Monsieur Michel Prada, Président de l'AMF, à Monsieur Jean de Demandolx Dedons le 24 novembre 2004	41
ANNEXE 3 : Liste des personnes auditionnées et consultées par le groupe de travail.....	43
ANNEXE 4 : Initiatives d'autres régulateurs.....	45
➤ États-Unis.....	45
➤ Royaume-Uni :	46
➤ Canada.....	48
➤ Australie.....	48
ANNEXE 5 : Synthèse de l'enquête réalisée auprès des dix plus grosses sociétés de gestion en France.....	50