



LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON,
PROFESSEURS ASSOCIÉS À HEC PARIS

L'ANALYSTE FINANCIER EST-IL DE BON CONSEIL ?

Le lundi 20 septembre 2010 devait être jour de fête chez Natixis. Après plusieurs années de déboires boursiers, la banque d'investissement des Groupes Banque Populaire et Caisse d'Épargne intégrait le CAC 40. Cependant, lors des deux premières séances de la semaine, l'action perdait 6% alors que le marché français dans son ensemble progressait de près de 2%. A qui la faute ? Aux analystes financiers. Coup sur coup, ceux du Crédit suisse et de Goldman Sachs ont abaissé leur recommandation sur le titre, ce qui a conduit à la baisse du cours.

Le rôle des analystes financiers est de produire de l'information pour aider les investisseurs dans leurs choix de portefeuille. Cette information est de deux types : des recommandations sur des titres (acheter, vendre, conserver) et des prévisions de bénéfices pour les années à venir. Une fois publié, le consensus des analystes financiers devient un objectif central pour les dirigeants. Et malheur à ceux qui ne l'atteignent pas. Annoncer des résultats inférieurs aux attentes est presque toujours synonyme de chute du cours et parfois de perte d'emploi pour les patrons.

Cette pression sur les dirigeants, qui peut sembler saine au premier abord, a des effets pervers. Elle augmente le court-termisme des chefs d'entreprise et les incite à dépenser plus d'énergie à manipuler leurs comptes pour atteindre le consensus qu'à investir dans des projets créateurs de valeur. Le graphique ci-dessous est tiré d'une étude portant sur les résultats annoncés par des entreprises américaines. Il montre que la part de celles qui atteignent exactement ou dépassent légèrement le consensus (écart entre 0 et 2 cents par action) est largement supérieure à la part de celles qui le manquent de très peu (écart de -2 à 0 cents). Ceci suggère que les entreprises manipulent couramment leurs comptes pour pouvoir atteindre le consensus, parfois de manière illégale, comme on l'a vu avec Tyco, Enron ou WorldCom.

Les analystes sont également soumis à des conflits d'intérêts. D'un côté, ils sont supposés informer les investisseurs. De l'autre, les départements de banques d'affaires des sociétés qui les emploient ne souhaitent pas qu'ils critiquent publiquement les entreprises auxquelles ils vendent, ont vendu, ou espèrent vendre leurs services. En outre, les analystes savent que s'ils froissent une entreprise, celle-ci sera plus réticente à leur fournir les informations privilégiées qui leur permettent d'exercer leur métier. Ils ont donc tendance à être optimistes sur les entreprises qu'ils suivent, même lorsqu'ils en ont une opinion personnelle défavorable. Ainsi Henry Blodget, star de Merrill Lynch au moment de la bulle Internet, recommandait

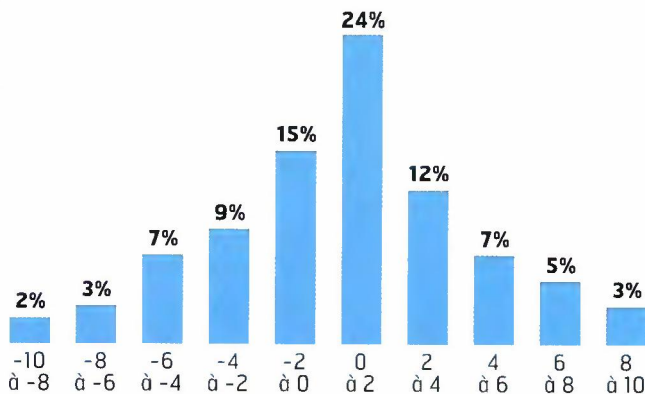
vivement à l'achat des sociétés comme pets.com (vente sur Internet d'ustensiles pour animaux domestiques), qu'il critiquait vertement dans des e-mails privés. Et quelques semaines avant la faillite d'Enron, un analyste de Goldman Sachs titrait « Enron: still the best of the best ».

Bien entendu, les investisseurs comprennent ces conflits d'intérêt et savent « débiaiser » les recommandations. Lorsque l'analyste d'une banque affiliée à une entreprise émet une recommandation d'achat sur le titre, la hausse du prix est moindre que lorsque cette recommandation émane d'un analyste plus indépendant. Cette capacité de décryptage est toutefois plus forte chez les investisseurs institutionnels que chez les particuliers. Une étude a montré qu'à la suite de recommandations d'achat biaisées, les institutions tendent à vendre le titre et les particuliers à l'acheter, le plus souvent à leurs dépens.

Les régulateurs ont tenté d'infléchir ces dérives. Aux États-Unis, après avoir acquitté une amende de 1,4 milliard de dollars, les plus grandes banques se sont engagées à rendre plus étanches leurs activités de banque d'affaires et de courtage et à produire des recommandations plus honnêtes. Avec sa directive MAD (« Market Abuse Directive »), la Commission européenne a imposé des contraintes identiques. Les effets de ces mesures semblent toutefois mitigés. Si elles sont parvenues à accroître l'honnêteté des recommandations, elles ont également imposé des contraintes qui globalement en ont réduit la pertinence.

Cette pression sur les dirigeants a des effets pervers. Elle augmente le court-termisme des chefs d'entreprise et les incite à dépenser plus d'énergie à manipuler leurs comptes qu'à investir dans des projets créatifs.

ÉTATS-UNIS : DES RÉSULTATS ÉTONNANMENT PROCHES DU CONSENSUS
ECART EN CENTS ENTRE BÉNÉFICE PAR ACTION ANNONCÉ ET PRÉVISIONS DES ANALYSTES, EN % DES ENTREPRISES



SOURCES : DEGEORGE, PATEL, ZECKHAUSER, JOURNAL OF BUSINESS