



HAL
open science

La relation entre estimation publique de la valeur fondamentale des sociétés cotées et évolution de leur cours : une contribution basée sur des études de cas

Jacques-Olivier Charron

► To cite this version:

Jacques-Olivier Charron. La relation entre estimation publique de la valeur fondamentale des sociétés cotées et évolution de leur cours : une contribution basée sur des études de cas. Economies et finances. Conservatoire national des arts et métiers - CNAM, 2010. Français. NNT : 2010CNAM0727 . tel-00553384

HAL Id: tel-00553384

<https://theses.hal.science/tel-00553384>

Submitted on 7 Jan 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ÉCOLE DOCTORALE : GREG EA2430

LIPSOR

THÈSE présentée par :

Jacques-Olivier CHARRON

soutenue le : 12 novembre 2010

pour obtenir le grade de : **Docteur du Conservatoire National des Arts et Métiers**

Discipline/ Spécialité : Sciences de gestion

**La relation entre estimation publique de
la valeur fondamentale des sociétés cotées et
évolution de leur cours : une contribution
basée sur des études de cas**

THÈSE dirigée par :

Mme CHIAPELLO Eve

Professeur à HEC Paris

RAPPORTEURS :

Mme RAINELLI-WEISS Hélène

Professeur à l'IAE de Paris, Université Paris I

M STEINER Philippe

Professeur à l'Université Paris IV

JURY :

M MUNIESA Fabian

Chargé de recherche au CSI, Ecole des Mines de Paris

M ORLEAN André

Directeur de recherche du CNRS

M PESQUEUX Yvon

Professeur au CNAM, chaire DSO

Remerciements

C'est à l'occasion d'une discussion en marge du séminaire « Sociologie de la comptabilité » qu'elle animait à l'EHESS et auquel j'assistais assidûment qu'Eve Chiapello a évoqué pour la première fois avec moi l'idée de faire une thèse. Je n'avais plus de lien avec l'univers académique depuis le début de 1996, lorsque, après l'obtention de mon DEA, j'avais soumis une idée de sujet de thèse à Yves Dézalay, mais sans donner suite.

Cette discussion avec Eve Chiapello remonte à 2002, elle fut suivie d'autres. Mon retour à une démarche de recherche se concrétisa d'abord par un travail sur l'idéologie de la transparence, puis par une candidature au doctorat HEC, qui aboutit finalement à une admission dans le cadre du Programme d'Etudes Individuels sur l'année 2004-2005 facilitée par l'obtention d'un financement du Fongecif me libérant deux jours par semaine pendant neuf mois de mon travail à temps plein, mon inscription en thèse s'effectuant ensuite au Cnam, dans le cadre du Lipsor et plus précisément de la chaire dirigée par Yvon Pesqueux.

C'est donc bien sûr à Eve Chiapello que vont mes principaux remerciements : avant de diriger cette thèse, elle en a accompagné la genèse. Depuis 8 ans, au fil de contacts assez réguliers, j'ai pu apprécier à la fois son ouverture intellectuelle peu commune et sa capacité à faire émerger un travail de recherche en se concentrant toujours sur ce qui était fait et non sur ce qui n'était pas fait ou aurait dû être fait. Cette qualité de confiance et d'attention a beaucoup compté dans les moments où la thèse s'enlisait ou butait sur des obstacles : c'est en repartant de ce qui était fait pour voir comment en tirer un travail suffisamment cohérent et organisé que ces moments ont pu être surmontés.

C'est ensuite à Yvon Pesqueux que je dois la concrétisation institutionnelle de cette thèse et l'inscription dans une structure dans le cadre de laquelle j'ai particulièrement apprécié, dans les premières phases de la thèse, les apports du séminaire de méthodologie animé par Anne Marchais-Roubelat, qui sait d'expérience comment mener à bien une démarche de recherche qui ne suit pas les chemins les plus tracés.

Ce chemin, en ce qui me concerne, s'est surtout fait en marchant. Sous l'impulsion initiale des travaux d'André Orléan et Frédéric Lordon, je souhaitais explorer un objet bien particulier du monde de la finance : l'opinion du marché. Mais pour comprendre ce qu'il y a derrière l'expression courante « Le marché pense que... », il fallait jeter des ponts entre démarche sociologique et étude des cours de Bourse. Et pour cela, il fallait rejoindre le petit groupe de pionniers regroupé dans la Social Studies of Finance Association. Les échanges et discussions avec les autres membres de SSFA, dans le cadre du séminaire de l'association et

aussi parfois en-dehors, ont été pour moi un apport inestimable. Il faut mentionner ici au moins Olivier Godechot, Fabian Muniesa, Sabine Montagne, Horacio Ortiz, Yamina Tadjeddine, David Martin, Martha Poon, Géry Deffontaines, Marc Lenglet, Judith Assouly, Fayçal Benchemam, Jeanne Lazarus, Marnix Dressen, Pierre de Larminat. Isabelle Chambost, plus particulièrement, m'a beaucoup apporté depuis le départ, en m'aidant à cadrer mon sujet, en m'apportant son expérience des analystes financiers, et par la suite à l'occasion de divers échanges.

La sociologie de la finance n'étant pas (pas encore ?) réellement reconnue institutionnellement en tant que telle, en France en tout cas, c'est dans le cadre plus large de la sociologie économique que j'ai présenté des éléments du travail qui a abouti au résultat actuel. Ce fut le cas lors des premières Journées Doctorales du GDR Economie & Sociologie (novembre 2006), puis au Congrès SASE à Copenhague (juin 2007), enfin au workshop de sociologie économique organisé au Goldsmiths College à Londres (janvier 2009).

D'autres présentations ont été faites au séminaire SSFA (mai 2007), au CNAM dans le cadre du LIPSOR (septembre 2008), au congrès organisé par le CRESC à Manchester sur le thème « Finance in crisis, finance in question » (avril 2010), et par deux fois dans le cadre du séminaire animé par Isabelle Chambost à l'INTEC (CNAM), en mars 2009 et mai 2010. Paul Jorion a accueilli sur son blog un de mes textes sous forme de billet invité (juin 2009). Une pré-soutenance a été organisée en février 2009, Hélène Rainelli ayant pris la peine de discuter une première ébauche de la thèse.

J'ai donc eu diverses occasions de soumettre mon travail aux réactions et aux critiques d'un certain nombre d'intervenants, et cela m'a été particulièrement profitable.

Je dois ensuite exprimer ma reconnaissance aux 19 personnes qui ont accepté, dans presque tous les cas sous condition d'anonymat, de répondre à mes questions dans le cadre d'un entretien formel. Certaines d'entre elles m'ont apporté des éléments d'information et de compréhension qui ont réellement modifié ma perception des marchés financiers.

Mon travail de recherche documentaire a bénéficié de la patience et de la compétence du personnel de la bibliothèque d'HEC ; chez Thomson Financial, ma gratitude va à Sonia Bernal, qui m'a donné accès aux bases en interne, condition sine qua non pour disposer d'un échantillon représentatif de rapports d'analystes.

Enfin il est clair que la patience et la compréhension de Virginie et de Camille ont été sollicitées jusqu'à leur extrême limite, étant donné les contraintes qu'impliquait la réalisation d'un travail doctoral tout en gardant un emploi à temps plein sans lien avec cette recherche.

Résumé

L'efficience fondamentale, i.e. l'efficience comprise comme conformité de la valorisation par les marchés financiers à la valeur fondamentale des titres est *en tant que telle* peu testée. Notre recherche vise à renouveler ses modes de test en se basant sur une conception constructiviste de la valeur fondamentale. Ce renouvellement, axé sur l'adoption d'un point de vue d'investi, est mis en œuvre sur 4 cas de sociétés cotées françaises sur une période de 3 ans. La première partie de la thèse est consacrée à l'identification des acteurs les plus légitimés de ce type d'expression publique. Elle montre que ce sont les analystes financiers sell-side. La deuxième partie étudie la relation entre l'estimation publique de la valeur fondamentale par ces acteurs et l'évolution des cours. Elle aboutit au constat d'une estimation fortement dépendante de la dynamique du marché. La troisième partie apporte des éléments d'explication de ce constat en présentant sous la forme d'une configuration le mode d'interdépendance dans lequel s'inscrivent à la fois les analystes, les investisseurs et d'autres acteurs.

Mots-clés : valeur fondamentale, valorisation, efficience, étude de cas, analyste financier, configuration.

Résumé en anglais

Fundamental efficiency, that is efficiency understood as the fact financial asset prices reflect their intrinsic value is *as such* rarely tested. Our research aims at a renewal of its test modes based on a constructivist conception of intrinsic value. This renewal, centered on an investee's point of view, is implemented on 4 cases of French listed firms on a 3-year period. The first part of the thesis is devoted to the identification of the most recognized actors of this kind of public expression. It shows these are the sell-side financial analysts. The second part studies the relationship between the public appraisal of intrinsic value by these actors and stock price changes. It establishes this appraisal heavily depends on market dynamics. The third part tries to explain this by displaying as a figuration the interdependence mode in which analysts, investors and other actors are all involved.

Key words: intrinsic value, valuation, efficiency, case study, financial analyst, figuration.

Table des matières

Remerciements	3
Résumé	5
Résumé en anglais	6
Table des matières	7
Liste des tableaux	10
Liste des annexes	12
Préambule	13
Introduction	19
Première partie L'expression publique légitime de la valeur fondamentale	55
Introduction : un objet à délimiter	56
Chapitre 1 : La valorisation fondamentale dans les médias	61
1. Une approche des médias financiers	61
2. Délimitation du corpus d'articles	64
3. Codage des articles	67
4. Résultats	70
Chapitre 2 : Relations médias-analystes et rôle des analystes	74
1. Les analystes vus par les journalistes	75
2. Les journalistes vus par les analystes	77
3. La relation médias-analystes contextualisée	79
Conclusion de la Première Partie	88
Deuxième partie Evolution des cours et fondamentaux des analystes	89
Introduction	90
Chapitre 1 : La relation fondamentaux des analystes – évolution des cours dans la littérature	93
1. Les études d'événement appliquées aux analystes : un point de vue d'investisseur	94
1.1. L'approche directe de la relation production des analystes – évolution des cours	95
1.2. L'approche indirecte de la relation production des analystes – évolution des cours	97
2. L'approche de Zuckerman : les analystes comme prescripteurs	99

3. Ryan & Taffler : la production des analystes traitée comme un flux d'information parmi d'autres.....	103
Chapitre 2 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes : méthodes de test.	106
1. Comparaison directe	106
2. Recherche d'événements	108
2.1. Dix plus fortes variations.....	109
2.2. Changements de tendance	109
2.3. Evènements concomitants	111
Chapitre 3 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Lithos .	115
1. Comparaison directe	115
2. Recherche d'événements	119
2.1. Dix plus fortes variations.....	119
2.2. Changements de tendance	122
3. Eléments de qualification boursière	125
Chapitre 4 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Mega ..	132
1. Comparaison directe	132
2. Recherche d'événements	136
3. Eléments de qualification boursière	138
Chapitre 5 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Pulex ..	144
1. Comparaison directe	144
2. Recherche d'événements	148
3. Eléments de qualification boursière	150
Chapitre 6 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Tegumen	155
1. Comparaison directe	155
2. Recherche d'événements	159
3. Eléments de qualification boursière	163
Conclusion de la Deuxième Partie	168
Troisième Partie : Le rôle de la production d'estimations publiques de la valeur fondamentale par les analystes	171
Introduction	172
Chapitre 1 : La production d'information publique par les analystes, support d'une relation client.....	174

1. Une information qui n'est pas publique pour tout le monde	174
2. Types de broker	177
2. Localisation de l'analyste	180
3. Types de rapport	181
4. Pratiques de recommandation.....	184
Chapitre 2 : La littérature sur les analystes ou le primat du conflit d'intérêts.....	189
1. La thématique du conflit d'intérêts.....	190
2. Les autres approches.....	193
Chapitre 3 : La dimension relationnelle du travail des analystes : ce que laissent voir les entretiens.....	196
1. Présentation générale des entretiens	196
2. Relation client, relation émetteurs	204
3. La prévalence de la notation des clients dans les modes d'évaluation et de contrôle.....	209
Chapitre 4 : Situer la relation client des analystes : essai de représentation d'une configuration	223
1. Cadrage théorique.....	223
2. Relation analystes – sociétés cotées	233
3. Relation sociétés cotées – investisseurs	237
4. La relation analystes - investisseurs	252
5. Présentation de la configuration	259
Conclusion.....	263
Bibliographie	273
Résumé	304
Résumé en anglais	304

Liste des tableaux

TABLEAU 1 – LES DEUX EFFICIENCES	p.43
TABLEAU 2 – PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DES CAS	p.50
TABLEAU 3 – PERFORMANCE BOURSIERE DES CAS ET DU MARCHE SUR LA PERIODE ETUDIEE	p. 51
TABLEAU 4 : REFERENCES AUX ACTEURS DE LA VALORISATION FONDAMENTALE DANS LES MEDIAS (chiffres bruts)	p. 69
TABLEAU 5 : REFERENCES AUX ACTEURS DE LA VALORISATION FONDAMENTALE DANS LES MEDIAS (pourcentages)	p. 70
TABLEAU 6 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS LITHOS	p. 80
TABLEAU 7 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS MEGA	p. 81
TABLEAU 8 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS PULEX	p. 82
TABLEAU 9 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS TEGUMEN	p. 83
TABLEAU 10 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS LITHOS	p. 118
TABLEAU 11 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES CHANGEMENTS DE TENDANCE DANS LE CAS LITHOS	p. 120
TABLEAU 12 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS MEGA	p. 135
TABLEAU 13 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES CHANGEMENTS DE TENDANCE DANS LE CAS MEGA	p. 136
TABLEAU 14 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS PULEX	p. 146
TABLEAU 15 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES CHANGEMENTS DE TENDANCE DANS LE CAS PULEX	p. 147
TABLEAU 16 : RECHERCHE D’EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS TEGUMEN	p. 157

TABLEAU 17 : RECHERCHE D'ÉVÉNEMENTS SUR LES CHANGEMENTS DE TENDANCE DANS LE CAS TEGUMEN	p. 158
TABLEAU 18 : REPARTITION DES TYPES DE BROKER PAR CAS	p. 177
TABLEAU 19 : LOCALISATION DES ANALYSTES PAR CAS	p. 179
TABLEAU 20 : REPARTITION DES TYPES DE RAPPORT PAR CAS	p. 181
TABLEAU 21 : PRÉSENTATION GÉNÉRALE DES ENTRETIENS	p. 199
TABLEAU 22. LA RELATION COURS / CONSENSUS DE RECOMMANDATION	p. 278
TABLEAU 23 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR LITHOS	p. 282
TABLEAU 24 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR MEGA	p. 283
TABLEAU 25 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR PULEX	p. 284
TABLEAU 26 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR TEGUMEN	p. 285
TABLEAU 27 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR LITHOS	p. 286
TABLEAU 28 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR MEGA	p. 289
TABLEAU 29 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR LITHOS	p. 297
TABLEAU 30 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR LITHOS	p. 299

Liste des annexes

Annexe I : Relation entre cours et notes d'opinion	279
Annexe II : Changements de recommandation et d'objectif de cours	283

Préambule

La crise financière que nous connaissons aujourd'hui est, comme celles qui l'ont précédé, un temps privilégié de remise en question de la capacité des marchés financiers à valoriser correctement les titres qui s'y échangent.

On parle en effet de crise financière ou boursière lorsque survient une chute brutale du prix d'un certain nombre d'actifs financiers et que cette baisse est comprise comme le révélateur a posteriori d'une surévaluation anormale (généralement décrite sous le terme de « bulle ») de ces titres ou d'une catégorie plus large d'actifs financiers, voire, plus rarement, de leur totalité, d'où un mouvement baissier bien plus étendu, pouvant affecter toute une classe d'actifs et/ou plusieurs places boursières simultanément (Galbraith, 2008, Kindleberger, 2005). Pour prendre les exemples les plus marquants des quinze dernières années, les titres représentatifs des économies émergentes d'Asie du Sud-Est, les actions des start-up ou plus largement des entreprises de haute technologie, les produits dérivés issus de la titrisation de différentes formes de crédit et par ricochet les valeurs financières et immobilières ont été plus ou moins soudainement considérés comme grossièrement surévalués.

A chaque fois, le déclenchement de la crise est un moment de prise de conscience d'un problème préexistant : un prix de marché qui s'est considérablement écarté de ce qu'on appelle communément la valeur fondamentale ou valeur intrinsèque des actifs financiers.

Cette notion de valeur fondamentale d'un actif financier désigne, de façon générale, ce qui est compris comme la « vérité de la valeur » de cet actif. La définition concrète la plus courante de la valeur fondamentale d'un titre la désigne comme la somme actualisée des flux futurs de revenus générés par ce titre, mais cette définition n'est pas exclusive et laisse des questions en suspens, ce qui confirme bien que l'expression renvoie plus à une idée générale qu'à une grandeur spécifiée précisément, sans ambiguïté. Le fait est que si l'on prend cette définition au pied de la lettre, calculer la valeur fondamentale d'une action, par exemple, suppose de connaître la série des dividendes futurs et de choisir un taux d'actualisation. Cela signifie à la fois connaître l'avenir de la société en question avec un certain degré de détail, incluant non seulement ses résultats mais aussi sa politique de distribution de dividendes, et ensuite appliquer un taux dont le choix ne peut être que le produit d'un jugement et non d'une connaissance objective.

Cette différence entre jugement et connaissance objective joue, de fait, un rôle tout à fait crucial lorsqu'on aborde les questions de valorisation : comme l'a montré Orléan (2005), l'hypothèse d'objectivité de la valeur représente traditionnellement pour les économistes une pierre de touche, un trait distinctif de leur discipline, qui les sépare des autres sciences sociales et les rapproche des sciences de la nature. Rapportant les termes d'un débat entre Emile Durkheim et des économistes contemporains, il relevait l'ancienneté de cette distinction et de son caractère de marqueur identitaire pour la science économique. Le constat peut être nuancé, il garde néanmoins sa pertinence d'ensemble : considérer la valeur fondamentale comme déterminée par le jugement d'acteurs et pouvant faire l'objet, entre eux, de désaccords que l'on ne peut trancher objectivement, c'est s'inscrire dans une démarche sociologique ou anthropologique, que l'on peut illustrer par des travaux comme ceux de Beunza & Garud (2007) ou d'Ortiz (2008). Sur un plan général, les recherches académiques en science économique et en finance considèrent, de façon d'ailleurs le plus souvent implicite, la valeur fondamentale d'un actif financier comme une grandeur objective, en d'autres termes comme une grandeur indépendante de ce que pensent, disent et décident les acteurs. Dans cette perspective, ces derniers peuvent estimer plus ou moins bien la valeur fondamentale d'un titre, mais ils ne peuvent pas l'influencer. Nous reviendrons plus loin sur la façon dont les économistes et plus spécialement les théoriciens de la finance ont contourné la difficulté que représente l'impossibilité concrète d'estimer indépendamment des acteurs cette grandeur pourtant vue par eux comme objective, impossibilité liée au fait qu'il faudrait pour cela connaître l'avenir.

Pour notre part, nous nous en tiendrons à une conception constructiviste et relativiste de la valeur fondamentale, estimant que la valeur fondamentale d'un actif financier est un construit social et que son estimation résulte de l'exercice de jugements opérés par des acteurs. Cette estimation n'est pour nous ni arbitraire ni objective : un jugement peut solliciter des savoirs, des expertises, des expériences, des normes qui le font échapper à l'arbitraire, sans pour autant relever de l'objectivité scientifique.

Pour en revenir à notre idée initiale, une des préoccupations qui s'expriment à l'occasion des crises financières est la discordance entre le cours des actifs financiers et leur valeur fondamentale. Ce problème résulte concrètement de situations dans lesquelles les cours des actifs financiers se modifient sans que cela soit justifié par un changement correspondant

de leur valeur fondamentale. La question posée est donc de savoir si, quand les cours évoluent, ils évoluent en raison d'une nouvelle estimation de leur valeur fondamentale.

Dans cette perspective, notre idée a été de mener une recherche sur la relation entre estimation de la valeur fondamentale et évolution des cours des actifs financiers. Nous nous limiterons à l'estimation publique de la valeur fondamentale pour des raisons d'accès aux données mais aussi, dans le cadre de notre façon d'appréhender la valeur fondamentale, pour que cette estimation soit clairement attribuable à des acteurs. En somme nous nous intéressons à la relation entre deux formes de valorisation publique des actifs financiers : le cours, l'estimation publique de la valeur fondamentale. Nous le ferons, par ailleurs, en nous limitant aux actions, pour des raisons avant tout pratiques : des divers marchés financiers, les marchés d'actions sont ceux sur lesquels l'information publique et l'estimation publique des fondamentaux sont les plus développés¹, ce qui est notamment lié au fait que c'est sur ces marchés que les petits porteurs, investisseurs non professionnels qui ont, bien plus que les professionnels, besoin d'information publique, sont les plus présents.

D'où notre question de recherche générale :

Quelle est la nature de la relation entre estimation publique de la valeur fondamentale et évolution des cours ?

Cette question préoccupe naturellement les sociétés cotées au premier chef, comme en témoigne indirectement le développement de leurs services consacrés aux relations investisseurs (Mottis & Zarlowski, 2003), le travail de la communication financière visant pour une bonne part à tenter, sinon de maîtriser, du moins de donner un cadre stable aux acteurs amenés à s'exprimer sur la valorisation des sociétés. Ce développement repose aussi, implicitement ou explicitement, sur l'idée que cette expression joue un rôle significatif dans l'évolution du cours, sans pour autant que ce rôle soit toujours clairement perçu ou mesuré. Notre question de recherche est donc bien une question que se posent les plus grandes entreprises, et c'est d'abord en ce sens que cette thèse s'inscrit dans le champ des recherches en sciences de gestion.

¹ Il suffit pour s'en convaincre de lire la presse financière et plus particulièrement la presse de conseil financier.

En même temps, étant donné notre approche de la valeur fondamentale, elle s'inscrit dans une démarche sociologique, plus précisément dans la sociologie de la finance telle qu'elle a été définie notamment par Knorr-Cetina (2007), qui la distingue du champ plus large de la sociologie économique qui a connu ces dernières décennies un grand développement (Convert & Heilbron, 2005) (Steiner, 2005). La sociologie de la finance, lancée par des travaux comme ceux d'Abolafia (1996) aux Etats-Unis ou de Godechot (2005, 2007) en France, a commencé à former un espace de discussion international marqué par une réelle diversité d'approches (Knorr-Cetina & Preda dir., 2005)². On pourrait dire que nous traitons un sujet de gestion avec une approche sociologique.

Cela n'est pas sans conséquence sur la façon dont se déroule la démarche d'ensemble : nous avons traité la question en mettant en avant le rôle des acteurs.

Il s'agissait d'abord de savoir de quels acteurs nous allions parler. En effet, en principe, n'importe qui peut s'exprimer publiquement sur la valeur fondamentale d'une société cotée : une façon très simple de le faire est de déposer un commentaire sur le forum de discussion d'un site boursier, comme cela se produit couramment. Le problème qui se pose à nous est alors de déterminer quels sont les acteurs les plus légitimés pour s'exprimer sur cette question. Cette détermination ne doit pas être donnée d'avance : elle doit découler d'observations, d'un travail de terrain. C'est à cela que sera consacrée la première partie, dont la question de recherche sera donc :

Quels sont les acteurs et les modes de légitimation de l'estimation publique de la valeur fondamentale ?

Une fois identifiés les intervenants légitimes dans l'expression publique de la valeur fondamentale, nous abordons directement dans la deuxième partie le traitement de la relation entre l'évolution des cours et cette expression. La question de recherche de cette partie est donc :

L'évolution du cours des sociétés cotées est-elle déterminée par l'estimation publique de leur valeur fondamentale ?

² L'appellation « sciences sociales de la finance » est plus généralement réservée au courant de recherche inspiré par les travaux de Michel Callon (2006) dans le domaine des marchés financiers, et se distingue notamment par son usage du concept de performativité. Nous y reviendrons en conclusion.

L'évolution des cours paraissant au total assez peu déterminée par cette expression, nous nous interrogeons dans une troisième et dernière partie sur les autres rôles que peuvent jouer ces positions. D'où la question de recherche de la troisième partie :

Quelle(s) fonction(s) sociale(s) l'estimation publique de la valeur fondamentale remplit-elle ?

La conclusion reprend les constats et les résultats en les reliant à une perspective de renouvellement théorique sur le mode de détermination sociologique de l'évolution des cours.

Nous allons tout d'abord, en guise d'introduction, rappeler le cadre théorique dans lequel est généralement pensée en finance la relation entre information (incluant les estimations publiques de la valeur fondamentale) et évolution des cours, avant d'approfondir la question des points de vue depuis lesquels on appréhende cette relation, ce qui nous conduira finalement à caractériser plus précisément notre propre positionnement théorique et méthodologique, notamment en justifiant le choix que nous avons fait de travailler sur des cas et sur une période limitée.

Introduction

S'interroger sur la relation entre évolution des cours et estimation publique de la valeur fondamentale, c'est, dans le cadre de la théorie financière, s'interroger sur l'hypothèse de marchés efficients. Cette hypothèse, qui est un des fondements, sinon le principal fondement de la théorie financière moderne (Bernstein, 2000, Rainelli, 2003, Mackenzie, 2006, en particulier p. 57-67)³, dit en effet que le cours « incorpore » l'information disponible, dont fait partie l'estimation publique de la valeur fondamentale.

Nous décrivons donc d'abord la façon dont la théorie de l'efficience a pensé d'emblée la relation entre cours et fondamentaux, ce qui nous conduira à exposer comment cette approche a privilégié un point de vue particulier correspondant à une acception particulière de l'efficience et à décrire les alternatives en termes de point de vue et de définition de l'efficience. Cette présentation nous permettra ensuite de positionner notre propre démarche de recherche dans ce cadre.

1. La relation cours / fondamentaux dans la théorie de l'efficience

Suivant la définition classique qu'en a donné Fama (1970), un marché est dit efficient si toute l'information disponible est pleinement et instantanément intégrée dans le cours :

« a market in which prices always « fully reflect » available information is called « efficient » (Fama, 1970, p. 383).

Pour comprendre plus précisément comment la théorie des marchés efficients traite la question du rapport entre cours et valeur fondamentale, nous allons revenir à ce qu'en dit Fama dans ses articles fondateurs (Fama, 1965, 1970).

Dans l'article de 1965⁴, le mot « efficient » n'apparaît qu'une fois, entre guillemets :
« We saw in Section II that a situation where successive price changes are independent is *consistent with*⁵ the existence of an « efficient » market for securities, that is, a market where, given the available information, actual prices at every point in time represent very good estimates of intrinsic values. » (Fama, 1965, p. 90).

³ Mackenzie remarque notamment que le développement de la théorie des marchés efficients marqua un tournant dans la consolidation de la finance en tant que discipline, particulièrement dans les écoles de commerce (2006, p. 72).

⁴ Article qui est en fait la thèse de doctorat d'Eugene Fama, reproduite intégralement.

⁵ C'est Fama qui souligne.

Un marché efficient est donc ici un marché où les cours reflètent la valeur fondamentale des titres. Remarquons d'emblée que cette notion de valeur fondamentale est absente de la définition donnée en 1970, qui ne parle que de l'intégration de l'information disponible et qui est précédée et précisée par des considérations sur l'optimisation de l'allocation des ressources :

« the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation : that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms' activities under the assumption that security prices at any time « fully reflect » available information. » (Fama, 1970, p. 383)

On peut bien sûr poser que c'est parce que les prix des actifs financiers reflètent leur valeur fondamentale qu'ils constituent des signaux permettant d'optimiser l'allocation des ressources. Cela dit, outre le fait que ce n'est pas explicitement précisé, une approche plus détaillée des arguments développés dans les deux articles permet de voir que ce qui est en jeu dans le changement de définition est le passage à un caractère testable de la notion d'efficience, et que la façon dont le test est formalisé évacue effectivement la référence à la valeur fondamentale. Les précisions sur le mode de test et sur ce qui est réellement testé ayant un caractère décisif dans l'épistémologie de l'auteur, c'est bien cela qui compte. Les économistes de l'école de Chicago, dont Fama faisait partie, et par la suite la majorité des économistes universitaires, ont adopté la position instrumentaliste énoncée par Friedman (1953) suivant laquelle la science économique doit se concentrer sur la production de prévisions testables : ce qui valide les modèles économiques, ce n'est pas le réalisme des hypothèses (qui n'est donc nullement nécessaire) mais les tests statistiques qui démontrent leur adéquation aux données et à leur évolution, point qui autorise ensuite éventuellement à faire des prévisions⁶.

Revenons d'abord sur l'argumentation d'ensemble de l'article de 1965.

La question de recherche de cet article est la suivante :

« To what extent can the past history of a common stock's price be used to make meaningful predictions concerning the future price of the stock ? » (Fama, 1965, p. 34)

⁶ Mackenzie (2006, p. 10-12) a souligné l'impact qu'a eu le texte de Friedman sur l'épistémologie de la théorie financière et même de la science économique dans son ensemble. Cela explique au moins en partie la relative inefficacité des critiques portant sur les hypothèses des économistes, la structuration du raisonnement de ces derniers tendant à être imperméable à ce genre d'argument.

Peut-on se baser sur l'historique du cours d'une action pour l'anticiper ? En d'autres termes, l'analyse technique (qui est précisément l'ensemble des techniques permettant de produire des anticipations et donc des stratégies de placement financier sur la base de l'étude des mouvements de cours passés) a-t-elle une valeur ajoutée pour l'investisseur⁷ ?

Fama se propose, pour répondre à la question, de reformuler et de tester la théorie de la marche au hasard ; si cette théorie est valide, en effet, les cours de bourse ne sont pas prévisibles, et l'investisseur ne doit donc pas recourir à l'analyse technique.

La théorie de la marche au hasard est elle-même décomposée en deux hypothèses :

« (1) successive price changes are independent, and (2) the price changes conform to some probability distribution » (ibid., p. 35)⁸.

Le problème qu'il se pose ensuite est le suivant : si les changements de prix successifs sont indépendants, que peut-on dire sur ce qui les détermine ? A cette réponse l'auteur ne voit que deux réponses possibles : soit les investisseurs se déterminent au hasard, suivant leur caprice (« whim »), soit ils sont concentrés sur l'estimation de la valeur fondamentale des actifs financiers. Le passage vaut d'être cité en entier :

« Independence of successive price changes for a given security may simply reflect a price mechanism which is totally unrelated to real-world economic and political events. That is, stock prices may be just the accumulation of many bits of randomly generated noise, where by noise in this case we mean psychological and other factors peculiar to different individuals which determine the types of "bets" they are willing to place on different companies. Even random walk theorists, however, would find such a view of the market unappealing. Although some people may be primarily motivated by whim, there are many individuals and institutions that seem to base their actions in the market on an evaluation (usually extremely painstaking) of economic and political circumstances. That is, there are many private investors and institutions who *believe*⁹ that individual securities have "intrinsic values" which depend on economic and political factors that affect individual companies.» (ibid., p. 36)

⁷ Suivant l'usage de l'essentiel de la littérature en gestion, nous utilisons ce terme dans le sens que revêt généralement en anglais le mot *investor* : il désigne donc l'acteur qui effectue un placement sur les marchés financiers. La précision est utile dans le sens où l'investissement dont il est question (par exemple aussi dans l'expression *investment banking*, rendue en français par banque d'investissement) est tout à fait différent de l'investissement au sens de la comptabilité nationale française, défini comme « formation brute de capital fixe », et qui renvoie à l'acquisition et à la mise en œuvre de moyens de production. Par ailleurs, et nous y reviendrons plus loin, l'investisseur dont nous parlons est celui qui prend les décisions *effectives* d'achat et de vente de titres, et peut donc être (et est le plus souvent) tout à fait distinct de l'investisseur « final » qui est l'acteur qui décide de placer de l'argent sur les marchés. Cet investisseur « final », qui peut être une personne physique ou morale (un fonds de pension par exemple) confie le plus souvent le soin de prendre ces décisions effectives à des professionnels de la gestion d'actifs, qui sont donc les investisseurs dont nous parlerons. Sur la figure « culturelle » de l'investisseur et les connotations du terme en anglais, voir Preda (2005).

⁸ Le raisonnement porte bien sur l'évolution des cours et non sur les cours. Par exemple les séries dont Fama étudie les distributions de probabilité sont des séries de changements de prix et non pas des séries de prix.

⁹ Souligné par nous.

L'existence de la valeur fondamentale (« intrinsic value ») des titres est ici présentée comme une *croyance* dont on *constate l'existence* chez “beaucoup” d'investisseurs et d'institutions.

Or, dès la phrase suivante, la valeur fondamentale cesse d'être une *croyance observée* pour devenir *une donnée dont on suppose qu'elle existe*: le problème qui se pose dans la relation entre théorie de la marche au hasard et valeur fondamentale, c'est qu'il faut montrer que la théorie de la marche au hasard est compatible avec l'existence posée par hypothèse de la valeur fondamentale :

“The existence of intrinsic values for individual securities is not inconsistent with the random-walk hypothesis. In order to justify this statement, however, it will be necessary now to discuss more fully the process of price determination in an intrinsic-value-random-walk-market.

Assume that at any point in time there exists, at least implicitly, an intrinsic value for each security.” (ibid., p. 36)

Pourquoi ce passage soudain de la valeur fondamentale “croyance observée” à la valeur fondamentale comme “donnée qui existe par hypothèse”?

Remarquons d'abord que l'« accrochage » de la marche au hasard à la valeur fondamentale permet de passer d'un travail de caractérisation statistique d'une série de changements de prix à une théorie qui relie les changements de prix à un déterminant, soit de la *description* à l'*explication*.

Nous pouvons ensuite constater que le travail de caractérisation statistique qui consiste dans cet article à tester l'hypothèse de marche au hasard revient ici à regarder à quelle type de loi obéit la série des changements de prix, en considérant en somme cette série exactement comme un phénomène dont l'objectivité est du type de celle qui est censée caractériser les sciences de la nature (variation de température, de pression etc.)¹⁰.

Or on ne voit pas comment un phénomène objectif de ce type pourrait être expliqué par une croyance ou plus généralement par un facteur socialement construit : si le déplacement des cours, statistiquement caractérisé comme une marche au hasard, est considéré comme un phénomène naturel, il ne peut être déterminé que par un facteur tout aussi naturel et objectif que, par exemple, la pression atmosphérique ou la température extérieure.

¹⁰ Le raisonnement probabiliste s'effectue dans un cadre qui est celui de la « décision contre la nature » (Pradier, 2006, p. 61). La conception suivant laquelle la série des changements de cours est une donnée objective est un point particulièrement important de la théorie financière. Nous y reviendrons en conclusion, en évoquant la critique qu'en faisait Summers (1985) quand il remarquait que les cours et leur évolution étaient les seules « données dures » (hard data) prises en compte par la théorie.

Il est donc nécessaire, dans la logique de ce raisonnement, que, si l'évolution des cours est déterminée par un facteur quelconque, il faut que ce facteur existe « dans la nature », i.e. de façon totalement indépendante des acteurs et du fonctionnement du marché, antérieurement à l'échange (*ex ante*). Il faut que la valeur fondamentale de l'actif financier existe aussi sûrement que la température extérieure : le seul problème est de trouver un thermomètre qui fonctionne correctement.

Soit la valeur fondamentale existe, et alors c'est une donnée objective, en d'autres termes totalement indépendante des acteurs, soit elle n'existe pas, mais cette éventualité est laissée de côté car elle signifierait selon l'auteur que les investisseurs ne se détermineraient qu'en fonction de leur « caprice », ce qui n'est semble-t-il pas le cas. La troisième éventualité possible, à savoir l'idée selon laquelle la valeur fondamentale existerait mais serait socialement construite, donc dépendante des acteurs et de leurs interrelations, est subrepticement évacuée, probablement parce qu'elle n'est tout simplement pas envisagée. A cette oblitération correspond le glissement du statut de la valeur fondamentale : de croyance observée, elle devient une donnée dont on pose qu'elle existe, apparemment pour les besoins du raisonnement, mais ensuite, en raison même des modalités de ce raisonnement, cette donnée existant par hypothèse se muera pour de bon en fait, en grandeur objective dont l'existence est indiscutable.

Fama développe ensuite (ibid., p. 36 à 39) un raisonnement qui consiste à montrer que les deux propositions suivantes :

- (1) les prix des titres suivent une marche au hasard
- (2) les prix des titres reflètent à tout instant leur valeur fondamentale

sont *compatibles*, ce qui est contre-intuitif : on pourrait en effet penser, spontanément, que si les cours suivent leur valeur fondamentale, ils ne se déplacent pas au hasard. C'est de cette compatibilité (« *consistent with* ») que parle l'auteur lorsqu'à la fin de l'article il introduit la notion d'efficience. En d'autres termes il s'agit de montrer que l'explication (par la valeur fondamentale) est compatible avec la description (marche au hasard).

Le raisonnement est fondé essentiellement sur le rôle de l'arbitrage¹¹ : l'idée est qu'il existe sur le marché des intervenants plus avisés que d'autres (il parle à plusieurs reprises

¹¹ L'importance de l'argument de l'arbitrage dans la construction de la théorie de l'efficience est soulignée par de nombreux auteurs, par exemple Shleifer (2000).

d' « astute traders ») qui sont dotés d'une capacité particulière à estimer la valeur fondamentale des titres.

On peut résumer le raisonnement de Fama (1965) sur le lien entre cours et valeur fondamentale en trois propositions :

(1)-la valeur fondamentale d'un actif financier existe *ex ante*.

(2)-au moins une partie des intervenants sur le marché est capable de l'estimer.

(3)-ces intervenants utilisent cette connaissance de la façon suivante : quand ils voient que le cours d'un titre s'écarte de sa valeur fondamentale, ils anticipent son retour à cette valeur et prennent des positions sur le marché en fonction de cette anticipation, ce qui ramène effectivement le cours à sa valeur fondamentale.

La proposition (3) présuppose la proposition (2), qui elle-même présuppose la proposition (1).

En ce qui concerne maintenant l'évolution de la valeur fondamentale, Fama précise :

“ intrinsic values can themselves change across time as a result of either new information or trend. New information may concern such things as the success of a current research and development project, a change in management, a tariff imposed on the industry's product by a foreign country, an increase in industrial production or any other actual or anticipated change in a factor which is likely to affect the company's prospects.” (ibid., p. 36)

L'évolution de la valeur fondamentale est donc posée comme résultant de la prise en compte d'une information nouvelle, comme cela est redit plus nettement par la suite :

“Over time the intrinsic value of a common stock will change as a result of new information, that is, actual or anticipated changes in any variable that affects the prospects of the company.” (ibid., p. 38)

Or la capacité estimative des intervenants les plus avisés (“astute”) est posée comme valable à tout instant, ce qui signifie que leur estimation de la valeur fondamentale prend en compte de façon instantanée toute information nouvelle « qui affecte l'avenir de la société » qui est cotée. Leur activité d'arbitrage inclut cette prise en compte.

Toute évolution du cours dépend *in fine* de la prise en compte d'une information nouvelle venant modifier l'estimation de la valeur fondamentale. Cette information étant nouvelle, elle n'est pas prévisible, donc le changement de cours qu'elle induit n'est pas prévisible. Or l'imprévisibilité des changements de cours est précisément ce qui définit la marche au hasard. Ainsi les cours qui suivent une marche au hasard, même s'ils semblent ne

pas être déterminés par un facteur quelconque, peuvent très bien l'être en fait par la valeur fondamentale.

Fama est tout à fait conscient du fait qu'il n'a pas démontré que le prix se déplace en fonction de la valeur fondamentale, mais uniquement que la marche au hasard est *compatible* avec un mode de détermination de l'évolution des cours qui se base sur l'estimation d'une valeur fondamentale préexistant à l'échange¹². En toute rigueur, donc, si l'hypothèse de marche au hasard est vérifiée (et cela peut se tester statistiquement), on ne peut en déduire la détermination par la valeur fondamentale.

Cela dit, comme la seule alternative aux yeux de Fama serait que l'évolution des cours ne serait déterminée par aucun facteur identifiable, qu'elle ne serait qu'un « bruit », il tend à penser que le prix serait déterminé par la valeur fondamentale, qu'il ne peut penser que comme un facteur « objectif » puisque déterminant un phénomène compris et décrit comme « objectif ».

Le problème que pose la notion d'efficience dans l'article de 1965 est qu'elle n'est pas directement testable : on montre simplement qu'elle est compatible avec un modèle qui l'est. Le souci de produire des prédictions testables, dont nous avons dit qu'il caractérisait l'approche de Friedman et de ses épigones, inspire probablement la position exposée par Fama dans son article de 1970 : l'efficience y est directement testable, mais au prix d'une modification significative de sa définition.

Dans cet article sur la théorie des marchés efficients (désormais sans guillemets), la théorie de la marche au hasard est reconsidérée comme un cas particulier d'un ensemble plus large : les modèles de « jeu équitable ». Ces modèles sont d'abord définis comme suit :

« Most of the available work is based only on the assumption that the conditions of market equilibrium can (somehow) be stated in terms of expected returns. In general terms, [...] such theories would posit that conditional on some relevant information set, the equilibrium expected return on a security is a function of its “risk”. And different theories would differ primarily in how “risk” is defined.” (Fama, 1970, p. 384)

Le « rendement d'équilibre espéré » obtenu sur un marché financier par un investisseur rémunère le risque qu'il prend sur ce marché. Ce risque est défini par un modèle

de jeu équitable. L'auteur revient ensuite plus précisément dans une note sur ce qui caractérise le jeu équitable :

“the “fair game” properties of the model are implications of the assumptions that (i) the conditions of market equilibrium can be stated in terms of expected returns and (ii) the information is fully utilized by the market in forming equilibrium expected returns and thus current prices.” (Fama, 1970, p. 385)

On observe ici le type de lien entre modèle de jeu équitable et intégration de l'information : ce type de modèle pose *par hypothèse* que l'information est pleinement et instantanément intégrée. Par conséquent tester ce type de modèle c'est aussi tester l'intégration instantanée de l'information. Or le test d'un modèle de jeu équitable se fait en observant si des écarts se manifestent par rapport à la rémunération du risque, au « rendement d'équilibre espéré » qu'on appellera par la suite plus simplement rendement normal. La rémunération du risque équivaut par hypothèse à l'intégration complète et instantanée de l'information pertinente ; il en découle que l'observation de rendements s'écartant de cette rémunération, en d'autres termes de rendements anormaux, signifie que de l'information n'a pas été intégrée complètement et/ou instantanément.

Si l'on en observe juste après la divulgation d'une information donnée, cela veut dire, sous réserve qu'on arrive à contrôler les autres facteurs pouvant affecter le cours, que cette information particulière n'a pas été instantanément et/ou pleinement intégrée. Cette idée peut être illustrée de la façon suivante : si l'on observe qu'après l'annonce de résultats d'une société le cours de son action a un rendement anormal pendant une certaine période, cela veut dire que pendant cette période l'information *n'a pas été* prise en compte : si elle l'avait été, nous aurions toujours un rendement normal, puisque cette « norme » est supposée intégrer toute l'information instantanément.

Cette notion de rendements anormaux peut être considérée comme une réélaboration savante d'une notion assez intuitive chez les investisseurs : « battre le marché », c'est obtenir un rendement supérieur à celui du marché. Dans le modèle MEDAF, qui fut d'emblée le plus utilisé pour déterminer le rendement normal, le portefeuille optimal qui assure ce rendement est précisément le « portefeuille de marché », donc un portefeuille représentatif du marché

¹² Cette estimation, pour filer la métaphore à laquelle nous avons déjà eu recours, c'est le thermomètre ; la valeur fondamentale, c'est la température extérieure, qui existe déjà, de façon tout à fait indépendante de l'instrument qu'on utilise pour l'estimer.

dans son ensemble. Observer des rendements anormaux suite à la diffusion d'une information signifie en termes plus simples que cette information permet de « battre le marché »¹³.

Pour résumer ce qu'exprime Eugene Fama dans ces textes fondateurs de la théorie de l'efficience sur la valeur fondamentale et sa relation à l'évolution des cours, nous dirons que :

-la valeur fondamentale est comprise comme une grandeur objective (i.e. indépendante des acteurs) pour la raison précise qu'elle est comprise comme déterminant une grandeur elle-même objective, à savoir la série des changements de prix. Cette série est en effet supposée pouvoir faire l'objet d'une caractérisation probabiliste, ce qui implique que ces changements de prix, en d'autres termes l'évolution des cours, soit indépendante des acteurs. Si la valeur fondamentale était pensée comme résultant d'un jeu d'acteurs, alors l'évolution des cours, dont on pense qu'elle est déterminée par les fondamentaux plutôt que par le simple caprice des investisseurs, devrait l'être aussi. Or cela est exclu d'emblée par hypothèse.

-une explication de la détermination de l'évolution du cours par l'estimation de la valeur fondamentale comprise comme grandeur objective est avancée : c'est le mécanisme de l'arbitrage.

-en même temps la façon dont l'efficience est testée n'est en fait pas directement liée à la valeur fondamentale. Ce qui est testé, en effet, c'est la conformité de l'évolution effective des cours à un modèle dont la réalisation est *supposée* correspondre à l'incorporation instantanée de toute l'information disponible, elle-même *supposée* assurer la conformité de l'évolution des cours à celle des fondamentaux.

Dans le cadre de l'épistémologie de l'auteur, ce qui compte, c'est ce qui est testé empiriquement. Or ce qui est testé empiriquement dans le cadre de cette théorie, ce n'est pas la conformité du cours à une estimation externe de la valeur fondamentale mais la question de savoir si, quand se manifeste une information nouvelle, l'évolution du cours dévie ou non de ce qu'elle devrait être suivant un modèle prédéfini supposé décrire correctement cette évolution. En d'autres termes, il s'agit de savoir si la survenance de cette information est ou non l'occasion pour un investisseur de réaliser au moins ponctuellement un profit supérieur à

¹³ Fama exprime de la façon suivante le fait que l'efficience implique que l'information disponible ne permet pas de battre le marché : « The assumptions that the conditions of market equilibrium can be stated in terms of expected returns and that equilibrium expected returns are formed on the basis of (and thus « fully reflect ») the information set Φ_t have a major empirical implication – they rule out the possibility of trading systems based only on information in Φ_t that have expected profits or returns in excess of equilibrium expected profits or returns. » (Fama, 1970, p. 384-385)

celui que lui donnerait une gestion passive consistant à détenir constamment un portefeuille représentatif du marché. En effet la déviation, le rendement anormal, est nécessairement temporaire dans cette perspective : si le cours d'un titre augmente « anormalement », il faut en vendre lorsque cette anomalie se manifeste, ce qui contribue à ramener le titre à son évolution normale, à mettre fin à l'anomalie. Si le rendement reste normal ou ne s'écarte que trop peu de la norme pour compenser les coûts de transaction, la théorie prescrit alors une gestion passive : on détient un portefeuille représentatif du marché, on vend quand on a besoin de liquidités, on achète quand on a de nouvelles liquidités disponibles à placer sur le marché.

2. Deux points de vue, deux efficiences

2.1. Point de vue d'investisseur, point de vue d'investi

Comme on le voit, la façon dont l'efficience est testée est adaptée à la perspective et au questionnement d'un investisseur. Pour ce dernier en effet, savoir si l'information dont il dispose lui permet de prévoir l'évolution des cours est une question cruciale ; si c'est le cas, en effet, cela veut dire qu'il peut tirer profit de cette information grâce à un pari directionnel et « battre le marché », c'est-à-dire obtenir un rendement supérieur à celui du marché dans son ensemble. Or, si l'hypothèse d'efficience est vérifiée, une stratégie « active » de ce type ne peut réussir : l'information étant intégrée de façon instantanée par tous les investisseurs, c'est le marché dans son ensemble qui l'intègre, ce qui implique qu'aucun investisseur pris individuellement ne peut « battre le marché ». D'un point de vue d'investisseur, il est donc très important de savoir précisément si cette intégration instantanée et généralisée se réalise effectivement ou non, puisque c'est le critère permettant d'arbitrer entre une gestion active reposant sur des conjectures sur l'évolution des cours et une gestion passive qui consiste à détenir un portefeuille représentatif du marché¹⁴.

¹⁴ Nous n'ignorons pas l'importance décisive des marchés de produits dérivés et de l'arbitrage, dont le succès a été en partie dû au fait qu'ils permettent en principe aux investisseurs de s'affranchir de toute considération directionnelle sur l'évolution des cours. Ce que nous disons donc ici du point de vue d'investisseur n'est donc pas représentatif des préoccupations réelles des investisseurs sur les marchés financiers contemporains : il s'agit simplement d'exposer quelle pertinence peut avoir de ce point de vue l'hypothèse d'efficience dans sa formulation initiale, afin de mieux faire ressortir ensuite comment elle peut être comprise différemment d'un autre point de vue. En même temps il n'est pas inutile de rappeler que les principaux modèles ayant permis le développement des dérivés, le modèle de Black et Scholes en particulier, supposent réalisée

Cette façon de comprendre l'efficience d'un point de vue d'investisseur découle, redisons-le, non de la définition de l'efficience mais de la façon dont elle est testée. L'efficience, à savoir l'intégration instantanée de l'information disponible dans les cours, est, dans la première définition de Fama, celle de 1965, clairement et explicitement décrite comme une situation où les cours reflètent les fondamentaux. C'est quand on passe à la définition des tests empiriques que la référence à la valeur fondamentale passe au second plan et que la relation entre information et cours est appréhendée en essayant de répondre à la question que se pose naturellement un investisseur au sujet de cette relation : « Peut-on tirer profit de l'information ? ».

Si maintenant nous nous demandons de quel point de vue la relation entre information et cours est appréhendée en termes de conformité à la valeur fondamentale, nous dirons qu'il s'agit d'un point de vue symétriquement opposé au point de vue d'investisseur, et que nous appellerons point de vue d'investi. La question « L'évolution des cours est-elle conforme à celle de leur valeur fondamentale ? » est importante en premier lieu pour les acteurs qui sont affectés par la valorisation produite par les marchés financiers, qui en sont, d'une façon ou d'une autre, les *objets*, les investisseurs en étant, quant à eux, les *sujets*. Pour les sociétés cotées via les marchés d'actions, pour les Etats via les marchés obligataires et des devises, pour toute organisation qui dépend des marchés financiers pour se refinancer, il est important de savoir si les prix qui y sont produits sont basés ou non sur des facteurs identifiables et stables correspondant aux fondamentaux.

Du point de vue des sociétés cotées, par exemple, on peut soutenir que le cours de leur action constitue une forme de jugement sur la façon dont elles sont dirigées et gérées. C'est, pour elles, une *épreuve* à laquelle elles sont soumises de façon permanente. Simplement, pour que cette épreuve soit effectivement *épreuve de quelque chose*, il faut que l'évolution du cours puisse être rapportée à un plusieurs déterminants, afin que l'on sache précisément ce qui est mis à l'épreuve. Pour que le cours ne soit pas pour la société cotée une épreuve relevant de l'arbitraire, il faut qu'il puisse être ramené à un déterminant ; et si la valeur fondamentale est ce déterminant, il faut alors que le caractère *juste* de l'épreuve puisse être vérifié, donc qu'il soit possible d'estimer la valeur fondamentale indépendamment de l'évolution du cours, pour s'assurer que cette dernière y est bien conforme. Nous empruntons ici les notions d'épreuve et

de justice de l'épreuve comme épreuve de quelque chose aux travaux de Luc Boltanski (notamment Boltanski & Thévenot, 1991, Boltanski, 2009).

Selon qu'on est investisseur ou investi, la question qu'on se pose le plus spontanément sur la relation entre information et cours sera, en somme, de nature clairement différente. Cette relation sera problématisée de façon différente, et l'efficacité comprise et interprétée de façon différente.

C'est cette différence qui, selon nous, sous-tend la confusion qui règne dans les controverses, récemment relancées dans le contexte de la crise financière, sur la théorie de l'efficacité. Cette confusion nous paraît découler en effet d'une explicitation insuffisante de la différence entre les deux acceptions de l'efficacité qui correspondent aux deux points de vue que nous venons de caractériser.

2.2. Efficacité technique, efficacité fondamentale

Lorsqu'on observe les débats menés dans l'espace public sur la théorie de l'efficacité, un constat se détache : les protagonistes qui défendent la théorie ne semblent pas parler de la même chose que ceux qui la critiquent.

On peut illustrer ce point en se référant à l'article récemment publié par Robert Lucas dans « The Economist » (Lucas, 2009). Cet économiste, membre éminent de l'école de Chicago, réagissait à un dossier publié trois semaines auparavant dans l'hebdomadaire sur « ce qui n'a pas marché dans la science économique » (The Economist, 2009). Lucas y avait vu une attaque injustifiée de la profession d'économiste en général et de la théorie de l'efficacité en particulier. Sur ce dernier point, qu'avait dit The Economist¹⁵ ? Que la théorie de l'efficacité avait justifié l'idée qu'il fallait laisser les marchés financiers s'autoréguler et que l'innovation financière était toujours une bonne chose. Les articles mis en cause par Robert Lucas rappelaient certains points avancés par le courant de recherche de la finance comportementale, expliquant comment la psychologie individuelle pouvait causer des

de tirer parti des inefficiences en contribuant à les résorber.

¹⁵ Dans cet hebdomadaire, la règle est que les articles ne sont pas signés, ce pourquoi nous ne pouvons indiquer de nom d'auteur. Cette règle connaît des exceptions dans le cas de personnalités connues pour lesquelles le magazine accepte qu'ils signent un article dans ses colonnes, comme ce fut le cas pour Robert Lucas. Notons au passage que ces exceptions sont très rares.

phénomènes de bulle ou de krach, et aussi que l'arbitrage, censé jouer le rôle de force de rappel ramenant les cours à leurs fondamentaux, était une activité risquée et limitée. En somme ce qui justifiait la critique de la théorie de l'efficience dans ces articles, c'était l'idée que les cours devaient refléter leur valeur fondamentale, que des écarts importants à cette valeur se produisaient, que c'était un problème en soi et que dans ces conditions on ne pouvait faire confiance à une théorie expliquant qu'il n'y avait pas à intervenir parce que ce problème n'existait pas.

Face à cela, la réponse de Robert Lucas n'est nullement axée sur la question de la conformité aux fondamentaux mais sur celle de la prévisibilité du cours :

“If an economist had a formula that could reliably forecast crises a week in advance, say, then that formula would become part of generally available information and prices would fall a week earlier.” (Lucas, 2009)

Même si des bulles et krachs existent, ils ne peuvent de toute façon pas être prévus. Nous pourrions donner d'autres exemples de débats de ce type, mais nous nous contenterons de l'idée générale : d'un côté nous avons des acteurs qui disent que les cours ne sont pas ce qu'ils devraient être et que c'est un problème, de l'autre des acteurs qui disent que les cours ne sont pas prévisibles et que le problème est que trop de gens pensent qu'ils le sont. Il est visible que la définition de ce qui est en jeu n'est pas la même des deux côtés.

Il nous semble que le débat gagne en clarté lorsqu'on prend soin de distinguer deux acceptions clairement différentes de l'efficience. Richard Thaler, un des principaux auteurs du courant de la finance comportementale, a récemment formulé cette distinction dans un point de vue publié dans le Financial Times (Thaler, 2009). Thaler y distingue ce qu'il appelle l'efficience « no free lunch » de l'efficience « The price is right » comme suit :

“The EMH [Efficient Market Hypothesis] has two components that I call « The Price is Right » and « No Free Lunch ». The price is right principle says asset prices will, to use Mr Fama's words, “fully reflect” available information, and thus “provide accurate signals for resource allocation”. The no free lunch principle is that market prices are impossible to predict and so it is hard for any investor to beat the market after taking risk into account.” (Thaler, 2009)

L'efficience « The price is right » peut être aussi appelée efficience allocative : c'est l'idée que les prix des actifs financiers constituent un signal permettant une allocation optimale des ressources de l'économie. L'efficience « no free lunch », qui est l'idée qu'on ne peut pas « battre le marché », peut être aussi appelée efficience technique. Remarquons au

passage que, lorsque Thaler cite Fama, il cite ses phrases de définition dont nous avons vu qu'elles ne correspondent pas à ce qui compte vraiment du propre point de vue de Fama, à savoir ce qui est empiriquement testé, et qui est uniquement l'efficacité technique ou « no free lunch ».

Cette distinction n'est pas nouvelle, elle avait déjà été formulée sous d'autres formes par d'autres auteurs¹⁶. Ainsi Bourghelle, Brandouy et Orléan (2005) distinguent-ils l'efficacité informationnelle, qui est l'idée que le prix des actifs financiers reflète toute l'information disponible et constitue alors la meilleure estimation de sa valeur fondamentale, de l'efficacité allocative et de l'efficacité technique. Orléan précise ensuite, dans le même ouvrage collectif, que l'efficacité allocative peut être assimilée à l'efficacité informationnelle :

« l'hypothèse d'efficacité informationnelle conçoit la finance comme étant un « reflet » fidèle de l'économie réelle. Dans une telle perspective, l'évaluation financière ne possède aucune autonomie et c'est précisément parce qu'il en est ainsi, qu'elle peut être mise tout entière au service de l'économie productive à laquelle elle livre les signaux qui feront que le capital s'investira là où il est le plus utile. » (Orléan, 2005)

L'efficacité technique, par ailleurs, est directement liée à l'idée du caractère imprévisible de l'évolution des cours : en effet, si une information quelconque permet à un investisseur donné de prévoir cette évolution, alors cet investisseur peut en tirer parti pour obtenir un rendement supérieur à celui du marché.

Nous parlerons désormais d'efficacité technique pour exprimer l'idée que l'évolution des cours est, pour l'essentiel, imprévisible, ce qui implique qu'un investisseur ne peut durablement et de façon importante « battre le marché », i.e. obtenir un rendement ajusté du risque supérieur à celui du marché dans son ensemble, et d'efficacité fondamentale¹⁷ pour exprimer l'idée que le prix d'un actif financier

¹⁶ Une première énonciation nette de la distinction à opérer entre les deux notions se trouvait dans un article de Shiller (1984), auquel se réfère d'ailleurs Thaler. Pour plus de développements sur cet article et sur le débat sur l'efficacité, nous renvoyons à notre propre communication au Congrès du CRESC « Finance in crisis, Finance in question » (Charron, 2010).

¹⁷ Nous avons finalement préféré ce terme à celui d'efficacité informationnelle, puisqu'il s'agit bien de l'idée que les prix reflètent l'information sur les fondamentaux, or celle-ci n'est pas toute l'information. Cette distinction, cette discrimination entre information concernant les fondamentaux et autres informations jouant un rôle important dans notre démarche, l'appellation « efficacité fondamentale » nous a paru plus pertinente dans ce cadre.

reflète sa valeur fondamentale et, pour cette raison même, constitue un signal concourant à l'allocation optimale des ressources de l'économie.

2.3. Prégnance du point de vue d'investisseur

Ayant choisi de nous concentrer sur la relation entre estimation publique de la valeur fondamentale et évolution des cours, c'est bien sûr l'efficience fondamentale qui nous importera. Nous avons indiqué dans le préambule que notre conception constructiviste de la valeur fondamentale nous distinguait de l'essentiel des économistes. Nous pouvons ajouter maintenant que notre choix de nous concentrer sur l'efficience fondamentale et non sur l'efficience technique nous distingue plus précisément de la grande majorité de la littérature académique en finance et en économie financière, cette littérature adoptant généralement le mode de test propre à l'efficience technique. Cette grande majorité, pourtant, n'est assurément pas la totalité. Il nous a paru pertinent néanmoins d'illustrer comment, bien au-delà de la littérature académique, le point de vue d'investisseur, qui tend à impliquer la limitation de l'efficience à la notion d'efficience technique, marque les discours et les pratiques. Nous le ferons en évoquant successivement la façon dont est comprise la relation entre information et cours à travers la notion de transparence et la façon dont les autorités de régulation traitent effectivement cette relation.

2.3.1. Une transparence procédurale

La notion de transparence est omniprésente dans le discours que tiennent l'ensemble des autorités (mais aussi, par exemple, les médias économiques) sur les marchés financiers¹⁸. Dans un article consacré à cette question (Charron, 2004), nous avons remarqué que les discours sur l'impératif de transparence donnent à voir une ambiguïté : ce sont en réalité deux idées distinctes, que nous avons nommées respectivement « transparence procédurale » et « transparence substantielle », qui sont exprimées.

La première met l'accent avant tout sur la diffusion de l'information, ses vertus, sa nécessité. C'est un discours dont la portée pratique est apparemment faible, dans la mesure où

¹⁸ Voir par exemple Grossmann, Luque & Muniesa (2008).

il reste dans le flou : faute de définir précisément l'information qui doit être diffusée, faute de critère permettant de distinguer l'information pertinente de celle qui ne l'est pas, on en reste au niveau des généralités, d'une sorte d'exhortation à la bienséance. Pour qu'une injonction à la transparence ait des conséquences, il faut que son non-respect soit sanctionné, or cela suppose de toute façon une définition très précise de l'information qui doit être donnée, quand, comment et à qui.

La transparence substantielle, de son côté, exprime une exigence qualitative sur l'information : il s'agit de diffuser la « bonne » information, l'information « correcte ». Sans toujours aller jusqu'à délimiter précisément l'information à diffuser, ce qui aurait une portée opérationnelle directe, il s'agit au moins de dire que cette information doit être, d'une façon ou d'une autre, qualifiée.

Or ce qui ressortait de notre étude, portant sur les médias financiers dans les mois suivant immédiatement la révélation de l'affaire Enron, c'était que l'information sur laquelle devait porter l'impératif de transparence était la plupart du temps peu ou pas spécifiée. C'était la transparence procédurale qui dominait.

Ce paradoxe apparent d'une injonction à donner l'information qui ne spécifie pas vraiment de quelle information il s'agit peut toutefois se comprendre si l'on considère que l'idée implicite est que ce qui compte n'est pas l'information mais *l'égal accès* à l'information. L'étude des discours sur la transparence montre que l'enjeu est bien moins la substance, le contenu de l'information que son mode de divulgation : il s'agit de faire en sorte avant tout que l'information, quelle qu'elle soit, soit diffusée simultanément à tous les investisseurs.

Ce primat de la transparence procédurale correspond bien à une conception de l'efficience comme efficience technique, puisqu'il s'agit de savoir si les investisseurs sont bien placés sur un pied d'égalité¹⁹ par rapport à l'opportunité de profit que peut représenter la divulgation d'une information, la question de savoir si on peut ou non tirer profit d'une information pouvant faire l'objet, nous l'avons vu, de tests empiriques. C'est bien un point de vue d'investisseur qui s'exprime ici, avec cette précision que l'idée d'égal accès à l'information témoigne de la préoccupation que tous les investisseurs soient traités sur un pied d'égalité, les « petits » à l'égal des « gros ». Assurer cette égalité d'accès fait partie des missions traditionnelles des autorités de régulation des marchés financiers.

2.3.2. Le paradoxe des régulateurs

La Securities and Exchange Commission (SEC) américaine, qui a servi et sert encore de modèle de référence aux diverses autorités de régulation des marchés financiers, est née en 1934 dans le contexte du New Deal, en réaction au krach de 1929 et aux excès spéculatifs qu'avait illustré la période immédiatement antérieure. L'idée de réagir aux crises financières et aux écarts aux fondamentaux qu'elles révèlent a posteriori est donc bien présente à l'origine de ce type d'institution représenté en France par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en Grande-Bretagne par la Financial Services Authority (FSA) etc.

Ces organisations ont pour objectif premier la protection des investisseurs. Le thème des investisseurs trompés ou abusés par des informations fausses ou par le manque d'information est une constante de l'histoire des crises et des scandales financiers. La réponse concrète des régulateurs consiste essentiellement dans l'imposition d'obligations de diffusion de l'information : le travail de la SEC, par exemple, consiste surtout à assurer le respect des obligations de publication par les sociétés cotées de résultats et de documents exposant leur stratégie générale ; son travail d'enquête (lutte contre les délits d'initiés, les fausses informations, la fraude...) tourne toujours autour de la question de l'information, de sa qualité et de sa diffusion égale à tous les acteurs.

Dans les faits, lorsque nous considérons les réglementations qui sont appliquées, débattues ou envisagées par les régulateurs et/ou par les gouvernements lorsqu'ils se soucient, comme c'est le cas depuis le déclenchement de la crise, de régulation des marchés financiers, nous dirons que les acteurs visés sont avant tout ceux qui produisent de l'information publique sur les titres : dirigeants des sociétés cotées, auditeurs, analystes financiers, agences de notation... La question de la qualité de l'information est prise en compte sur la base de l'idée que, quand le marché ne produit pas une valorisation « correcte », i.e. suffisamment conforme aux fondamentaux, c'est parce que les investisseurs ne disposent pas de l'information « correcte » leur permettant de produire cette estimation.

Dans cette perspective, les crises financières sont avant tout comprises comme des conséquences de déficiences dans la transmission de l'information « correcte » aux investisseurs. Tout cela ne serait pas arrivé, pense-t-on, si l'information permettant la

¹⁹ On pense à l'expression « level playing field » qui fait florès dans les textes réglementaires

valorisation correcte des titres avait été diffusée à tous les investisseurs. Après chacune de ces crises, les régulateurs, les banques centrales et les gouvernements font des hypothèses sur les informations qu'ils auraient dû avoir et qui, pensent-ils, auraient pu permettre de l'éviter ; ils édictent des recommandations et mettent en œuvre des réglementations qui découlent de ces hypothèses, jusqu'à l'arrivée d'une nouvelle crise qui amène à se reposer les mêmes questions, parfois sous des formes différentes. Il s'avère, en somme, qu'encore une fois les investisseurs n'avaient pas l'information qu'ils auraient dû avoir.

Ces recommandations et réglementations touchent en particulier les acteurs qui produisent de l'information à l'attention des investisseurs. Ainsi a-t-on vu se manifester la préoccupation que ces acteurs ne mentent pas (cf. la loi Sarbanes-Oxley qui oblige les dirigeants d'entreprise à jurer de la sincérité des comptes qu'ils publient), et surtout qu'ils ne soient pas au service d'autres intérêts que ceux des investisseurs, ce qui les conduirait à biaiser l'information ; nous nous référons ici à toute la thématique des conflits d'intérêts développée sur les auditeurs (parce qu'ils font aussi du conseil), les analystes financiers (parce qu'ils sont liés aux activités des banques d'investissement qui les emploient) et les agences de notation (parce que trop complaisantes envers leurs meilleurs clients, les banques d'affaires), thématiques développées respectivement après l'affaire Enron, la bulle Internet et la crise des subprimes.

Un aspect remarquable de ce mode de compréhension et de traitement des crises financières est le fait que les investisseurs eux-mêmes ne sont guère mis en cause : ils auraient lu des comptes falsifiés par des auditeurs corrompus par les dirigeants de société, suivi des recommandations biaisées par des analystes dévoués en sous-main aux émetteurs ou aux activités de banque d'investissement de leur employeur, fait confiance aux notations d'agences complaisantes envers leurs clients, mais eux-mêmes, qui prennent pourtant les décisions effectives d'achat et de vente de titres, ne seraient pour rien dans leur valorisation « anormale ». Envers les investisseurs individuels, les régulateurs peuvent avoir tout au plus une politique « éducative », qui peut d'ailleurs être fondée théoriquement sur des travaux de finance comportementale : il s'agit de corriger leur comportement pour qu'ils apprennent à être rationnels dans le sens où l'entend la théorie financière. Il reste que les investisseurs professionnels, qui déterminent pour l'essentiel l'évolution des cours, ne sont pas visés par ces politiques.

Le paradoxe qui nous paraît se manifester chez les régulateurs consiste dans le fait que, alors qu'ils sont officiellement préoccupés par l'efficience fondamentale, donc par la conformité de l'évolution des cours à celle des fondamentaux, ils ne cherchent guère à réglementer les acteurs qui « produisent » effectivement l'évolution des cours, à savoir les investisseurs professionnels. L'imputation des problèmes de valorisation aux seuls acteurs qui produisent de l'information à l'intention des investisseurs, approche qu'Aglietta et Rebérioux ont caractérisé comme « thèse des garde-fous » (Aglietta & Rebérioux, 2004, p. 307-311), paraît témoigner à la fois d'un alignement au moins implicite sur un point de vue d'investisseur et d'une conception de la valeur fondamentale comme grandeur objective, indépendante des investisseurs, ces derniers ayant simplement besoin d'avoir les « bonnes » informations pour l'estimer, un bon thermomètre pour prendre la température.

Ces deux points (définition des questions et des problématiques d'un point de vue d'investisseur, objectivité de la valeur fondamentale) caractérisent, il est vrai, l'essentiel de la théorie financière²⁰, qui sert traditionnellement de ressource intellectuelle aux régulateurs et aux gouvernements lorsqu'il s'agit d'encadrer l'activité des marchés financiers²¹. Or, au sein même de la théorie financière, le nœud du problème, ce qui fait que la relation entre information et cours est comprise d'un point de vue d'investisseur, c'est le mode de test. C'est ce dernier en effet qui réduit la notion d'efficience à la seule efficience technique.

La difficulté à prendre comme point de départ du questionnement et des problématiques un point de vue d'investi vient d'ailleurs en partie de la difficulté à tester l'efficience fondamentale. Le fait est que tester l'efficience technique pose relativement moins de problèmes, surtout si l'on est attaché à une position objectiviste. Nous allons maintenant développer cette question des modes de test des deux efficacités.

²⁰ Quand nous parlons de théorie financière nous désignons de façon simplifiée l'ensemble de théories interreliées dont Bernstein (2000), Rainelli (2003) et Mackenzie (2006) ont retracé l'émergence au cours des années 50 et 60 et le spectaculaire développement dans les années qui ont suivi, et qui a permis de constituer une discipline académique distincte des sciences économiques. Une caractéristique importante de cette discipline est qu'elle est établie d'un point de vue d'investisseur, pour répondre aux questions que les investisseurs se posent, ce qui, par construction, limite sa capacité à les mettre en cause. On peut dire aussi, dans les termes de Boltanski (2009, p. 23-24), que la théorie financière relève de l'*expertise* en ce que, dans le cas le plus fréquent, elle n'adopte pas une position d'extériorité par rapport à son objet. Luc Boltanski utilise ce terme pour qualifier les sociologues dont les travaux et la problématique sont avant tout conçus pour venir en aide à des décideurs politiques ou économiques.

²¹ Notons tout de même que la crise financière actuelle a conduit à un début de remise en cause de ces fondements intellectuels de la régulation, particulièrement en Grande-Bretagne, comme en témoigne l'ouvrage collectif « The future of finance » (Turner et al., 2010).

2.4. Deux efficiences : modes de test

La façon de tester l'efficacité diffère profondément, dans sa logique, selon qu'il s'agit d'efficacité technique ou d'efficacité fondamentale.

Tester l'efficacité technique, c'est vérifier si l'information disponible permet ou non de battre le marché. Pour cela, il faut regarder si et comment le marché réagit à une information donnée. L'étude de la relation entre information et évolution du cours part donc dans ce cas d'une identification de données extérieures au cours, pour voir si et comment cette information est intégrée dans le cours ; on singularise de l'information, et on observe si l'évolution du cours présente une singularité lorsque cette information est diffusée. Le sens de la démarche de test est donc le suivant :

Information singularisée \implies Réaction du cours ?

Dans le cas de l'information publique, qui nous retiendra plus particulièrement, ce type de test est qualifié d'*étude d'évènement*. Il en existe une abondante littérature : les recherches effectivement menées en finance et comptabilité financière sur la relation entre information et/ou valorisation publique et évolution des cours sont constituées à ce jour quasi-exclusivement d'études d'évènement, donc de tests d'efficacité technique.

La plupart des typologies des tests d'efficacité que l'on trouve dans la littérature ne parlent en fait que des tests d'efficacité technique, la différenciation se faisant sur la base du type d'information qui est singularisé. Ainsi la fameuse distinction énoncée par Fama (1970) entre efficacité faible, semi-forte et forte repose entièrement sur une typologie de l'information, l'information singularisée pour modéliser le test étant respectivement l'historique de cours, une autre forme d'information publique ou de l'information non publique. Le problème de l'hypothèse jointe, formulé aussi dans le même article et qui a été à l'origine de nombreux débats, ne se comprend lui aussi que dans le cadre des tests de l'efficacité technique ; il s'agit en effet de savoir comment mesurer la réaction du marché, afin de spécifier ce que l'on entend par « battre le marché » : l'observation de rendements

anormaux suppose la définition d'un rendement normal, elle-même déterminée par une modélisation du risque, qu'il faut poser par hypothèse (c'est l'« hypothèse jointe » à l'hypothèse d'efficience, puisqu'elle est intégrée dans le test). Et comme le risque peut être modélisé de différentes façons, il existe clairement différentes façons de mesurer la réaction du marché²².

Toute autre est la démarche consistant à tester l'efficience fondamentale. Il n'est besoin ici ni de singulariser de l'information a priori ni de se donner une modélisation du risque, une norme permettant de dire si l'évolution du cours suite à la divulgation de cette information est ou non « anormale ». Le problème, différent, est d'opérationnaliser directement la valeur fondamentale des actifs financiers.

L'hypothèse suivant laquelle l'évolution du cours d'un actif financier reflète celle de sa valeur fondamentale peut être testée, a priori, de deux manières :

(1) - on se donne une définition opérationnelle de la valeur fondamentale, et on compare directement courbe de cours et courbe de valeur fondamentale, en cherchant à voir s'il y a bien une relation entre les deux permettant de dire que la seconde explique effectivement la première : on part de l'évolution du cours, pour se demander si et dans quelle mesure celle de la valeur fondamentale peut l'expliquer. Nous appellerons comparaison directe cette approche.

Le sens de la démarche de test est donc le suivant :

Evolution du cours ← Evolution de la valeur fondamentale ?

C'est en substance ce qu'a tenté de faire Robert Shiller dans un article publié il y a près de trente ans (Shiller, 1981). La question était de savoir si la volatilité des cours des actions pouvait être expliquée par celle de leur valeur fondamentale, laquelle était calculée comme une somme actualisée de dividendes, avec trois méthodes d'actualisation différentes. L'auteur, revenant récemment sur cet article et ses suites (Shiller, 2005, p 189-194), donnait

²² Les analyses de Hyme (2004), par ailleurs très stimulantes, semblent surtout prendre appui sur cette diversité des modélisations du risque pour fonder concrètement une typologie des efficiences.

aussi des résultats économétriques ultérieurs ayant visé à calculer quelle part de l'évolution du cours pouvait être expliquée par celle de la valeur fondamentale²³.

Shiller n'exprime pas de distinction entre efficience technique et efficience fondamentale, en tout cas pas dans ces termes : son idée était plutôt de réaliser une étude sur longue durée pour tester l'efficience « comme schéma d'ensemble » (« in the big picture sense »), à partir de la question suivante : « Do large changes in stock prices over the years really reflect information about important changes in the underlying companies ? » (Shiller, 2005, p. 189). Cela dit, ce qui différencie sa démarche de celle des tests d'efficience technique ne nous paraît pas être caractérisé suffisamment par une opposition entre long terme et « schéma d'ensemble » d'un côté, court terme et « focalisation sur le détail » de l'autre : l'opposition est plus profonde.

Cela se voit au fait qu'il est clairement impossible de classer un test d'efficience de ce type dans la typologie de Fama : ce n'est ni un test de l'efficience faible (ce n'est pas un test de prévisibilité), ni un test de l'efficience semi-forte (on ne singularise pas une forme d'information publique) ni un test de l'efficience forte (on ne cherche pas à savoir si les acteurs supposés détenir une information confidentielle arrivent à battre le marché). Aucune information disponible n'est singularisée : la somme actualisée des dividendes futurs n'est pas une information disponible et, dans l'étude, elle est reconstruite rétrospectivement. De toute façon ce n'est pas la réaction du cours à cette donnée qui est mesurée, mais le degré auquel son évolution explique celle du cours. Il s'agit donc bien d'un test d'efficience fondamentale au sens que nous avons donné à cette notion.

D'autres travaux ont repris ce type de démarche, en particulier Roll (1988), qui a cherché à calculer la part de la variation des rendements des actions que l'on peut expliquer par les données macroéconomiques, sectorielles et propres à chaque firme.

(2) - on singularise des moments marquants de l'évolution du cours, et on se demande si et dans quelle mesure une information modifiant significativement l'estimation de la valeur fondamentale a pu y contribuer. Le sens de la démarche de test est alors le suivant :

Evolution du cours singularisée ← Information modifiant la valeur fondamentale ?

²³ On les trouve en particulier dans Campbell et Shiller, 1988, et Campbell et Ammer, 1993.

Nous appellerons cette approche recherche d'évènements. Un bon exemple en est l'étude publiée en 1989 par David Cutler, James Poterba et Lawrence Summers. Ayant répertorié les cinquante variations journalières les plus importantes de l'indice Standard & Poor's depuis la Deuxième Guerre Mondiale, les auteurs cherchèrent si des informations significatives avaient été publiées dans les médias ces jours-là. Dans le même ordre d'idées, Joulin et al. (2008), utilisant cette fois des données sur les mouvements de cours intraday les plus importants, se sont demandé si des nouvelles significatives avaient été diffusées juste avant l'amorce de ces mouvements sur les fils d'agence diffusant de l'information économique et financière en continu²⁴. Le problème qui peut surgir alors est la question de la délimitation, dans l'ensemble des informations disponibles, entre celles qui doivent être prises en compte dans l'estimation de la valeur fondamentale et celles qui ne doivent pas l'être.

Les tests d'efficience technique présentent, bien sûr, des problèmes particuliers, le principal étant probablement la question déjà évoquée de l'« hypothèse jointe », qui nourrit une controverse toujours vivace sur la modélisation du risque.

Mais, du côté de l'efficience fondamentale, donner une définition de la valeur fondamentale et/ou une délimitation précise de l'information concourant à estimer la valeur fondamentale utilisables dans un test pose des problèmes encore plus épineux. La valeur fondamentale d'un actif financier est la somme actualisée de flux de revenus futurs. Le choix d'un taux d'actualisation est un problème du même ordre que celui du choix d'une modélisation du risque²⁵ ; en revanche, les flux de revenus futurs sont inconnus par définition. On peut, à la rigueur, se risquer à calculer rétrospectivement la valeur fondamentale : si nous connaissons la série des dividendes d'une société sur les vingt dernières années, nous pouvons leur appliquer un taux d'actualisation pour déterminer la valeur fondamentale de l'action il y a vingt ans, si nous estimons que vingt ans est un horizon adéquat et suffisant, ce qui est d'ailleurs matière à débat. Mais donner la valeur fondamentale d'une action aujourd'hui signifie nécessairement, comme l'a souligné André Orléan (2005), « objectiver le futur ». Choisir un modèle de risque, c'est faire des hypothèses sur la façon dont les cours des actifs financiers évoluent en général ; ces hypothèses sont discutables, mais peut-être moins que la

²⁴ L'étude de Robert Shiller sur le krach boursier de 1987 est allée un cran plus loin dans l'exploration de l'efficience fondamentale, en soumettant « à chaud », dans la semaine suivant le krach, à un large échantillon d'investisseurs actifs ce jour-là, un questionnaire sur les informations auxquelles ils avaient réagi. Elle est reprise dans Shiller, 1989, p. 379-402.

²⁵ Ortiz (2009) a tenté une approche de ce taux d'actualisation en termes d'anthropologie politique.

détermination des flux de revenus futurs que va générer dans un horizon indéterminé l'action d'une société donnée, dotée de multiples particularités.

C'est ici que le choix d'une conception constructiviste de la valeur fondamentale, exposé en préambule, révèle son utilité. Considérer la valeur fondamentale comme le produit d'un jugement réalisé par des acteurs nous donne en effet une issue pour tester l'efficience fondamentale : faute de pouvoir « objectiver » la valeur fondamentale et la définition de l'ensemble des informations censées concourir à son estimation, il s'agira simplement de laisser ce soin aux acteurs. Nous allons donc observer ce que les acteurs impliqués définissent comme valeur fondamentale et comme information pertinente, et restreindre notre approche de l'efficience fondamentale à la question de la relation entre estimation publique de la valeur fondamentale et évolution des cours.

Mais avant de caractériser plus précisément et d'introduire notre démarche de recherche proprement dite, rappelons d'abord, de façon synthétique, ce que nous a apporté notre mise en évidence de deux points de vue symétriquement opposés mis en relation avec deux acceptions différentes de l'efficience.

2.5. Deux efficacités, deux points de vue : une synthèse

D'un point de vue d'investisseur, l'efficience pertinente est l'efficience technique, puisque de sa réalisation ou non dépend l'efficacité de stratégies de gestion active. De ce même point de vue, l'efficience fondamentale n'est finalement qu'une question théorique, sans véritable portée opérationnelle. Les investisseurs se préoccupent logiquement en premier lieu de la prévisibilité des cours ainsi que des corrélations entre les cours des différents actifs ou catégories d'actifs. Savoir si ces cours reflètent bien la valeur fondamentale des actifs ne fait pas partie de leurs préoccupations ordinaires. Leur souci de transparence tend spontanément à s'arrêter à la transparence procédurale, la question du caractère « correct » ou non de l'information et de la valorisation apparaissant comme une question d'intérêt secondaire.

D'un point de vue d'investi, la situation est inversée : l'efficacité technique, en soi, ne nous dit pas si la valorisation produite par le marché est « normale », i.e. conforme aux fondamentaux. Seule l'efficacité fondamentale peut nous le dire, et c'est donc elle qui présente le plus d'intérêt. Elle requiert une transparence substantielle, pour s'assurer que l'information publiée concourt bien à l'estimation de la valeur fondamentale.

Le tableau 1 présente de façon synthétique les principaux points liés à la distinction des deux efficacités.

TABLEAU 1 – LES DEUX EFFICIENCES

	Efficiéce technique	Efficiéce fondamentale
<i>Intérêt pour l'investisseur</i>	Elevé	Relativement faible
<i>Intérêt pour l'investi</i>	Relativement faible	Elevé
<i>Type de transparence mis en avant</i>	Transparence procédurale	Transparence substantielle
<i>Question sur la relation information / cours</i>	L'information permet-elle de battre le marché ?	Les cours évoluent-ils en fonction des fondamentaux ?
<i>Démarche de test</i>	Information singularisée → Réaction de marché ?	Evolution du cours ← Estimations de la valeur fondamentale ?
<i>Mode de test</i>	Repérage de rendements anormaux ou de surperformances	Comparaison directe ou recherche d'événements

3. Démarche de recherche

Nous allons maintenant présenter une recherche qui a exploré la relation entre information publique et évolution du cours en présentant des points de vue d'acteurs sur la valeur fondamentale et qui nous a été particulièrement utile par les perspectives qu'elle ouvrait ; il s'agit de l'article de Beunza et Garud (2007) sur le rôle des analystes financiers. Même si la préoccupation première des auteurs n'était pas d'étudier la relation entre

information publique et cours, il nous paraît néanmoins possible de resituer cet article dans l'espace des recherches sur cette relation, donc dans l'ensemble des tests d'efficience.

Cela nous amènera à mieux situer notre approche par rapport à la littérature déjà évoquée sur l'efficience et à d'autres travaux. Une description des cas et des terrains de recherche complètera cette présentation.

3.1. Un exemple de recherche « dés-objetivante » la valeur fondamentale

Le travail réalisé par Daniel Beunza et Raghu Garud a innové en mettant l'accent sur le rôle des analystes financiers comme « frame-makers » (Beunza & Garud, 2007). Concrètement, ils ont étudié sur un cas de société bien précis (Amazon) et sur une période limitée (2 ans : 1998-2000) comment s'était déployée une controverse entre analystes opposant plusieurs façons de valoriser cette société, et comment cette controverse avait pu avoir un impact significatif sur l'attitude des investisseurs et *in fine* sur le cours. Cette controverse est étudiée plus précisément à trois moments-clés : décembre 1998, avril 1999, juin 2000. Le premier de ces trois moments correspond à une très forte hausse du cours d'Amazon, le troisième au début d'un mouvement baissier important. On peut remarquer que, si l'article n'est pas explicitement consacré à la relation entre information et cours, c'est bien néanmoins cette relation qui sous-tend visiblement le choix de deux des trois moments étudiés en détail. La préoccupation avancée par les auteurs est de comprendre de façon nouvelle le rôle que jouent les analystes financiers, en mettant en avant leur capacité à influencer les investisseurs via tout un travail de construction de cadres interprétatifs déterminant différentes façons de valoriser, mais cette influence se concrétise aussi par une évolution du cours.

Il paraît clair que cette étude ne se rattache en rien aux tests d'efficience technique, puisque la question de savoir si l'information publique, en l'occurrence les prises de position des analystes, permet ou non de battre le marché n'est pas abordée, les auteurs estimant d'ailleurs que là n'est pas l'attente principale des investisseurs à l'égard des analystes. Du côté des tests d'efficience fondamentale, nous pouvons à première vue rapprocher le travail de Beunza et Garud des études qui partent d'une singularisation de moments marquants de l'évolution des cours : l'étude de Shiller (1989) sur le krach de 1987 ou celle de Cutler, Poterba & Summers (1989) sur les cinquante plus grandes variations de l'indice Standard &

Poor's sur une période de plus de quarante ans. Cela dit, Beunza & Garud s'en distinguent de plusieurs façons, dont une a retenu particulièrement notre attention : alors que Shiller et Cutler et al. se demandent si de l'information significative au regard de la valeur fondamentale a été publiée et prise en compte par les investisseurs juste avant des évolutions importantes des cours, Beunza & Garud observent à des moments similaires différentes estimations publiques argumentées de la valeur fondamentale en montrant laquelle a prévalu auprès des investisseurs et en cherchant aussi à expliquer pourquoi elle a prévalu. Alors que les premiers ont une démarche qui suppose qu'ils savent d'avance ce qu'est une information pertinente au regard de la valeur fondamentale, les seconds montrent comment des acteurs, en l'occurrence des analystes financiers, opèrent la mise en relation entre de l'information publique et une estimation de la valeur fondamentale, et comment l'évolution du cours peut être reliée à ces opérations.

Ce faisant, ils réussissent à s'affranchir, dans le cadre d'une recherche assimilable à un test d'efficience fondamentale, à la fois de la nécessité de se donner une définition opérationnelle a priori de la valeur fondamentale et de celle de délimiter a priori l'information pertinente ou « correcte » de celle qui ne l'est pas. Il s'agit bien d'une recherche abordant la question de la relation entre évolution du cours et valeur fondamentale, simplement cette dernière n'est pas objectivée, ce qui conduit à étudier comment elle est publiquement estimée par des acteurs sur la base d'argumentaires mobilisant un certain nombre d'informations sélectionnées et qualifiées par ces acteurs²⁶.

²⁶ D'une façon apparemment paradoxale, les auteurs soutiennent aussi que l'existence de controverses sur la valorisation des titres contribue à l'efficience des marchés : « the notion of framing controversies suggest that divergent predictions in fact contribute to market efficiency » (p. 34). L'efficience dont ils parlent ici n'est évidemment pas l'efficience technique ; s'agit-il de l'efficience fondamentale ? Pour définir cette dernière et plus encore pour la tester, il faut disposer à tout moment d'une estimation unique de la valeur fondamentale : la présence de plusieurs estimations concurrentes pose alors problème. En fait, à chaque moment étudié en détail par les auteurs, on peut dire qu'il y a une des estimations qui s'impose, i.e. qui est légitimée par les investisseurs. Ce n'est pas le fait qu'il y ait des estimations concurrentes qui contribue à l'efficience, mais plutôt le fait qu'il y en ait une qui réussisse à s'imposer, les investisseurs ne pouvant de toute façon rester durablement dans l'indécision. La remarque des auteurs sur cette « contribution à l'efficience » est formulée dans le cadre d'une critique formulée envers le courant de la finance comportementale : ce dernier tend en effet à expliquer le manque d'efficience (technique ou fondamentale, d'ailleurs) par un comportement non rationnel des investisseurs (ou des analystes qui sont suivis par les investisseurs). Face à cette idée, Beunza & Garud remarquent que ce n'est pas parce qu'il existe des estimations fortement divergentes de la valeur fondamentale que ces estimations sont irrationnelles : il peut en effet exister plusieurs estimations très différentes de cette valeur pour un même titre à un même moment, chacune étant rationnelle au sens de Savage (i.e. dotée d'une réelle cohérence interne). Cela rejoint tout à fait notre idée suivant laquelle entre l'objectivité et l'arbitraire il n'y a pas rien : il y a des jugements qui peuvent être solidement argumentés, et qui ne sont ni irrationnels ni descriptifs d'une réalité objective. Leur diversité à un même moment pour un même titre, parfaitement possible dans ce cadre, contribue à enrichir la discussion, on peut arguer qu'elle est nécessaire pour que les investisseurs n'entendent pas qu'un son de cloche, mais l'efficience fondamentale suppose aussi autre chose : un critère permettant de trancher entre les interprétations, de la même manière que la liberté d'expression ne suffit pas à

Ce point est lié à l'autre différence importante qui sépare Beunza & Garud de Shiller et Cutler et al. : le fait de ne prendre en compte que le cours d'une société cotée prise isolément et non un indice de marché. S'il s'agit de montrer, comme ils le font, comment de l'information publique est qualifiée et publiquement intégrée à une estimation de la valeur fondamentale, alors il faut tenir compte de la capacité effective des acteurs à le faire. Or il nous semble que la notion de valeur fondamentale est plus problématique quand on veut l'appliquer à un marché d'actifs financiers dans son ensemble ou à un indice représentatif de ce marché : elle se définit et fait sens pour une société cotée définie, tout en étant déjà impossible à objectiver, mais appliquer la notion à un indice de marché multiplie les incertitudes et les difficultés puisqu'on agrège des sociétés de taille et de secteur divers, dont, de plus, le degré et les modalités d'internationalisation, donc d'exposition à des conjonctures macroéconomiques et à des contextes institutionnels différenciés, est aussi très divers.

« Dés-objectiver » l'étude de la relation entre information publique et cours dans le cadre de l'efficience fondamentale est donc a priori plus simple en travaillant sur un cas, puisqu'à ce niveau le travail d'estimation publique de la valeur fondamentale sera plus fondé et aussi plus directement observable.

En même temps Beunza et Garud ont souligné eux-mêmes la forte singularité du cas et de la période étudiés : il s'agit d'une « valeur Internet » très célèbre, prise dans un phénomène de « bulle des nouvelles technologies ». Ils considèrent en effet que l'influence des analystes sur les investisseurs (et donc sur les cours) se manifeste essentiellement dans un environnement inhabituellement incertain. C'était bien le cas, dans la mesure où les « valeurs Internet » apparaissaient comme des entreprises d'un type totalement nouveau. Or c'est précisément l'apparition de nouveaux secteurs d'activité ou de nouveaux business models qui donne aux analystes des opportunités privilégiées de développer de nouvelles façons de valoriser. Très risqués, ces positionnements originaux donnent aussi aux analystes, si les investisseurs les suivent, la possibilité d'influer sur les cours et d'accéder aux sommets de la notoriété et de la reconnaissance dans leur profession.

3.2. Positionnement de la recherche

Notre démarche de recherche se situe dans l'espace des recherches sur l'efficience fondamentale, avec deux traits particuliers communs avec l'approche de Beunza & Garud (2007) :

- nous considérons que la valeur fondamentale est le produit de jugements d'acteurs, ce qui implique que nous ne prendrons en compte comme informations que les estimations publiques de la valeur fondamentale.

- nous nous concentrons sur des cas (nous en avons choisi 4) et sur une période limitée.

Un point important qui nous distingue en revanche de cette approche est le fait que nous avons travaillé sur une période « normale », i.e. caractérisée ni comme un « boom » ni comme un « krach ». La période étudiée, d'une durée de 3 ans, va du 01/01/2003 au 31/12/2005. Elle est relativement calme pour les actions françaises : on n'y relève ni progression ni chute spectaculaire. L'idée était ici de déconnecter une étude « dés-objectivant » à la fois l'évolution du cours et la notion de valeur fondamentale, donc traitant ces deux objets comme des constructions sociales, des contextes (précisément de bulle ou de krach) dans lesquels ce type d'approche est le plus souvent jugée recevable. Il nous semble en effet que les explications sociologiques et/ou psychologiques de l'évolution des cours ou de l'estimation de la valeur fondamentale sont fortement sollicitées lorsque surviennent des évolutions brutales des prix des actifs financiers, pour être ensuite marginalisées, voire oubliées dans des périodes où ces évolutions sont moins frappantes, d'où une perception assez répandue de ces explications comme des « modèles par défaut », auxquels on a recours ad hoc, lorsque l'approche objectiviste habituelle ne paraît pas satisfaisante. Il nous a donc paru intéressant de tenter d'illustrer la pertinence d'une démarche étudiant le lien entre évolution des cours et interventions des acteurs sur une période « ordinaire ».

Comme nous l'avons déjà annoncé dans le préambule, notre démarche se déploie en trois temps :

- la Première Partie est consacrée à l'identification des intervenants légitimes de l'expression de la valeur fondamentale. Ici la méthode adoptée a consisté à recueillir, sur les cas et la période d'étude, l'ensemble des articles publiés par des médias financiers incluant des manifestations de cette expression. Les intervenants légitimes apparaissent comme étant

essentiellement des analystes financiers sell-side, soit directement soit via la construction de consensus.

-la Deuxième Partie traite le cœur de la question de la détermination de l'évolution du cours par cette expression légitime de la valeur fondamentale. Nous la traitons pour nos cas en appliquant les modes de test d'efficience fondamentale que nous avons déjà évoqués. L'expression publique ici prise en compte est celle des analystes, dont nous avons relevé les recommandations et les positions dans les médias mais aussi et surtout dans un important échantillon de rapports produits sur nos cas sur la période étudiée.

-la Troisième Partie étudie le rôle que peut jouer l'expression publique de la valeur fondamentale par les analystes, dans la mesure où son influence sur l'évolution du cours n'apparaît pas clairement établie de façon générale. Ici, nous nous sommes appuyés essentiellement sur des entretiens menés avec 10 analystes financiers ayant chacun suivi un de nos cas dans la période étudiée, les responsables relations investisseurs de 3 de nos 4 cas, et 6 autres intervenants.

La question générale et les questions plus spécifiques sont toutes traitées pour les 4 mêmes cas sur la même période allant du 01/01/2003 au 31/12/2005 ; par ailleurs la correspondance entre types de données et parties n'est pas respectée à la lettre : des éléments tirés des entretiens nous ont paru utiles pour enrichir la première et la deuxième partie, certaines données tirées des médias financiers sont utilisées dans la deuxième partie, le retraitement des rapports d'analystes permet aussi d'éclairer certains aspects dans la troisième partie... Avant d'aborder le développement de la démarche de recherche proprement dite, nous devons donc présenter d'emblée non seulement les cas et la période, mais aussi les différents terrains (articles de médias financiers, rapports d'analystes, entretiens) qui nous ont servi de matériau. La présentation des données recueillies sera ici succincte : nous nous contenterons de ce que le lecteur doit savoir d'emblée, par exemple pour identifier les intervenants cités dans les quelques références aux entretiens que l'on pourra trouver dans la première partie. Chacune des trois parties étant organisée autour de sa propre question de recherche liée à un type de données privilégié, c'est à l'intérieur de chacune d'elles que nous reviendrons plus en détail sur la façon dont nous avons abordé et traité les données utilisées pour la recherche.

3.3. Cas et matériaux de recherche

Nous désignerons par des pseudonymes les 4 cas que nous avons observé. Leurs caractéristiques telles que nous les présentons maintenant sont valables pour la période étudiée. Tous étaient alors des valeurs françaises cotées sur Euronext Paris.

-*Lithos*, qui figure dans l'indice Euronext 100 et le SBF 120, a la particularité d'être assez difficile à classer en termes de secteur. A dominante industrielle mais comprenant aussi des activités proprement minières, elle est présente dans des activités nettement différenciées, sans être à proprement parler un conglomérat. Son business model assez original fait qu'il est difficile de lui trouver des « comparables », aucun autre groupe n'ayant le même portefeuille d'activités. Le point commun à ces activités est que les principaux clients sont des entreprises et non des particuliers, ce qui explique en partie sa notoriété assez faible. En termes de taille on considère ce groupe très présent à l'international comme une « grosse valeur moyenne » ; la composition de l'actionnariat est stable avec 2 holdings qui détiennent chacun un tiers du capital, le flottant constituant le troisième tiers.

-*Mega* est une des valeurs vedettes du CAC 40 (elle figure aussi dans l'indice NextCAC70) et un des leaders de son secteur au niveau international. Sa notoriété est très forte et son appartenance sectorielle sans ambiguïté, un point encore renforcé par de récents changements de périmètre. Son actionnariat est très dispersé.

-*Pulex* est une valeur moyenne qui figure dans l'indice Next 150. C'est une entreprise de haute technologie très internationalisée et présente sur un marché très concentré (sur la période étudiée, elle en était un des trois acteurs dominants au niveau mondial). En termes d'actionnariat, c'est une société majoritairement contrôlée par une famille.

-*Tegumen*, qui fait partie de l'indice Euronext 100, est un groupe tertiaire de taille assez importante dans son secteur mais c'est le seul, dans nos 4 cas, qui n'est que faiblement présent à l'international. Inclus dans le SBF 120, il est majoritairement contrôlé par 3 grands groupes liés par un pacte d'actionnaire stable ; la part de flottant est assez réduite. Sa notoriété est relativement importante, mais pour l'essentiel limitée à la France. Il est fréquemment considéré comme une valeur sûre, de « fond de portefeuille ».

La diversité des cas se dénote donc à la fois en termes de taille, de secteur, de clarté de l'appartenance sectorielle et de type d'actionnariat. Elle a été délibérément privilégiée avec l'idée que, si l'étude révèle des similitudes, ces dernières « transcendent » cette diversité et

ont donc des chances d’avoir un sens plus large, et que si cette étude révèle des différences, alors on pourra essayer de creuser la question du lien entre ces différences et les différences en termes de type d’actionnariat, de taille, de secteur et de clarté de l’appartenance sectorielle.

Relevons par ailleurs un important point commun de nos quatre cas sur la période étudiée : la stabilité de leur structure capitalistique. Pendant ces trois années en effet, aucun n’a fait l’objet d’une prise de contrôle ni réalisé d’acquisition majeure. La part de flottant est restée la même.

TABLEAU 2 – PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DES CAS

	LITHOS	MEGA	PULEX	TEGUMEN
Chiffre d’affaires 2004 (en millions d’euros)	2872	122700	451	21442
Capitalisation boursière au 30/06/2004 (en millions d’euros)	2953	102256	476	6558
Flottant en juillet 2004 (en millions d’euros, pourcentage de la capitalisation boursière entre parenthèses)	1355 (45,9%)	93769 (91,7%)	169 (35,6%)	1705 (26%)
Type d’actionnariat	Deux actionnaires stables (holdings) ont chacun un peu plus de 25%.	Flottant ultra-majoritaire	Holding familiale majoritaire	Pacte d’actionnaires stable : contrôle à 70%
Résultats nets				
2002	143	6263	-22	571
2003	160	7344	19	583
2004	209	9040	25	629
(en millions d’euros)				

Le tableau 2 synthétise les principales caractéristiques des 4 cas. Les chiffres de capitalisation boursière et de flottant ont été relevés dans des rapports d'analystes publiés en juillet 2004, moment choisi parce que c'est au milieu de la période étudiée ; ces chiffres visent avant tout à donner un ordre de grandeur. Les résultats indiqués sont ceux dont le marché a été informé durant la période, donc ceux des années 2002, 2003 et 2004.

En ce qui concerne l'évolution des cours des 4 cas sur la période, le tableau 3 la donne année par année ainsi que sur l'ensemble des 3 années étudiées, en comparant ces performances boursières à celle des principaux indices servant de référence aux actions françaises sur la période.

TABLEAU 3 – PERFORMANCE BOURSIERE DES CAS ET DU MARCHE
SUR LA PERIODE ETUDIEE

	2003	2004	2005	Ensemble de la période
LITHOS	+38,1%	+51,6%	-0,01%	+102,2%
MEGA	+5,2%	+9%	+32%	+51,5%
PULEX	+143,7%	0%	+31,4%	+208%
TEGUMEN	+14,7%	+27,7%	+26,4%	+85,1%
CAC 40	+11,4%	+7,4%	+23,4%	+47,6%
SBF 120	+12,4%	+8,2%	+25,2%	+52,1%
SBF 250	+13,1%	+9,2%	+25,3%	+54,9%

En-dehors des cours, recueillis sur la base Thomson Datastream et des classements d'analystes, recueillis dans l'hebdomadaire L'Agefi Hebdo, trois matériaux de recherche différents ont été recueillis et traités :

-2293 articles de médias financiers consacrés sur la période à un de nos 4 cas (415 sur Lithos, 1046 sur Mega, 362 sur Pulex, 470 sur Tegumen), recueillis pour l'essentiel sur la base de données Factiva.

-1208 rapports d'analystes financiers sell-side, recueillis directement chez le prestataire de bases de données Thomson Financial sur nos 4 cas sur la période étudiée : 240 sur Lithos, 592 sur Mega, 173 sur Pulex, 203 sur Tegumen.

-19 entretiens : avec 10 analystes financiers sell-side ayant suivi un de nos cas dans la période étudiée (3 pour Lithos, 2 pour Mega, 2 pour Pulex, 3 pour Tegumen), 3 des 4 responsables relations investisseurs de nos cas (celui de Pulex n'a pas répondu à nos multiples demandes d'entretien), 3 journalistes travaillant pour des médias produisant des recommandations boursières et en ayant produit dans la période étudiée sur au moins un de nos cas, 2 responsables de sociétés spécialisées dans le conseil aux relations investisseurs et le responsable du département Finance de TNS Sofres. Tous ayant été réalisés sous condition d'anonymat, les intervenants sont désignés par des noms de code qui commencent par A pour les analystes, RI pour les responsables relations investisseurs, J pour les journalistes, C pour les consultants (le responsable de TNS Sofres y est assimilé). Pour les analystes et les responsables relations investisseurs, l'initiale du cas permet de savoir respectivement quel cas ils ont suivi et quel cas ils représentent : les analystes ayant couvert Lithos sont appelés A-L1, A-L2, A-L3, ceux ayant couvert Mega A-M1 et A-M2, ceux ayant couvert Pulex A-P1 et A-P2, ceux ayant couvert Tegumen A-T1, A-T2, A-T3, les responsables relations investisseurs de Lithos, Mega et Tegumen sont appelés RI-L, RI-M et RI-T respectivement.

Première partie

L'expression publique légitime de la valeur fondamentale

Introduction : un objet à délimiter

L'information publique susceptible d'être mise en relation avec le cours des sociétés cotées comprend a priori l'ensemble de ce qui est publié par et sur ces sociétés. Dans cet ensemble, comment délimiter l'expression publique de la valeur fondamentale ?

Comme nous l'avons déjà souligné, notre démarche, parce qu'elle s'inscrit à sa façon dans les recherches portant sur l'efficience informationnelle, considère la valeur fondamentale indépendamment de la valeur boursière, pour se demander ensuite si les deux coïncident ou non. Nous pouvons donc commencer par rappeler que, dans ce cadre, la valeur boursière *n'est pas a priori* une expression publique de la valeur fondamentale.

Ce rappel, qui pourrait paraître superflu, se justifie dès lors que nous pouvons dire qu'il permet d'orienter le repérage de ce qu'est une expression publique de la valeur fondamentale : cette expression, considérée en relation avec le cours, est une façon de valoriser mise en regard d'une autre. La relation dont nous parlons est une tension entre deux modes de valorisation : l'expression publique de la valeur fondamentale est, implicitement ou (plus souvent) explicitement, une façon de mettre à l'épreuve le cours, une énonciation de l'idée selon laquelle une société cotée est sous-évaluée, surévaluée ou correctement valorisée par le marché²⁷.

Cette énonciation présuppose une capacité à valoriser qui, nous l'avons vu aussi, n'est pas véritablement objectivable, faute de pouvoir « objectiver le futur »²⁸. Pour qu'elle ne soit pas non plus arbitraire, il faut qu'elle soit, d'une façon ou d'une autre, qualifiée, légitimée. Comment et par qui ?

²⁷ Un cas particulier de cette énonciation se présente dans les cas de projets de fusion-acquisition : ces projets donnent lieu en effet à une valorisation de la société-cible de l'opération, valorisation qui s'effectue selon des modalités particulières impliquant, dans le cas d'une opération hostile, l'appréciation d'un rapport de force. Le cas ne se présentant pas sur les cas et la période que nous avons étudié, nous ne développerons pas ce point. Nous mentionnerons simplement à ce sujet les travaux de Jacquemont (1981), qui a tenté de donner une plus grande généralité à ce mode de valorisation en défendant l'idée qu'une société pouvait être valorisée à partir de la reconstruction imaginaire d'une opération de prise de contrôle et des rapports de force se manifestant à cette occasion.

²⁸ C'est l'importance de l'exercice du jugement sur les perspectives futures dans l'estimation de la valeur fondamentale qui fait aussi que la publication de leurs comptes par les sociétés cotées ne constitue pas une expression publique de leur valeur fondamentale, dans la mesure où ces comptes ne font que synthétiser des opérations déjà effectuées. Les prévisions effectuées par la société elle-même (et qui ont d'ailleurs des répercussions importantes dans les comptes, sous la forme de provisions en particulier) posent aussi problème dans la mesure où, quand la société se valorise elle-même, elle définit elle-même les critères de l'épreuve à laquelle elle se soumet, ce qui ne fait pas une épreuve juste.

Qui légitime l'expression publique de la valeur fondamentale des sociétés cotées ? Dans les sociétés modernes, l'Etat est la source ultime de légitimité. Dans le cas qui nous occupe, il ne joue guère ce rôle, sinon à travers certains aspects du travail des autorités de régulation des marchés financiers, qui sont généralement constituées comme des organisations relativement autonomes par rapport au pouvoir politique stricto sensu.

Dans le cas français, il existe des éléments de légitimation institutionnelle des analystes financiers comme estimateurs de la valeur fondamentale, qui ont été décrits par Chambost (2008, p. 163-170 en particulier). Ces éléments restent, cela dit, assez vagues : si la Société Française des Analystes Financiers (SFAF), l'association qui prétend structurer la profession, met effectivement en avant l'analyse fondamentale, les textes du règlement de l'AMF sur les analystes, qui définissent depuis 2005 les conditions d'exercice de la profession, ne détaillent guère le contenu de la « compétence professionnelle » requise.

Les analystes financiers sell-side, sur lesquels nous allons avoir l'occasion de revenir à de nombreuses reprises, travaillent dans le cadre de structures de courtage²⁹ que l'on dénomme plus communément, y compris en français, des brokers ; ces structures ont pour fonction principale d'assurer l'exécution d'ordres d'achat ou de vente de titres sur les marchés boursiers. Dans ce cadre, les analystes sell-side sont chargés de produire des recommandations boursières, i.e. des recommandations d'acheter, vendre ou conserver des titres négociés sur les marchés financiers par le broker qui les emploie. Ces recommandations, destinées, donc, aux clients des brokers, sont basées sur un argumentaire qui comprend généralement une estimation de la valeur fondamentale de la société, des prévisions sur ses résultats et éventuellement sur d'autres indicateurs ou ratios financiers, et un objectif de cours, qui équivaut en principe à une prévision sur le niveau que devrait atteindre le cours dans un horizon de l'ordre, le plus souvent, de 6 mois à 1 an. Ces éléments figurent dans des notes écrites, que produisent régulièrement les analystes.

Les clients du broker, à qui s'adressent en priorité ces analystes sell-side, sont dans la grande majorité des sociétés de gestion de portefeuille, qui prennent les décisions d'investissement, là encore pour le compte de tiers, ces derniers étant le plus souvent ce qu'il est convenu d'appeler des investisseurs institutionnels, i.e. des sociétés auxquelles sont

²⁹ Nous employons l'expression « structure de courtage » pour englober à la fois les cas où il s'agit d'une société de courtage indépendante (qui peut être par ailleurs liée ou non à un grand groupe) et ceux où il s'agit du département dédié au courtage d'une société ayant d'autres activités sur les marchés financiers (en clair, un groupe bancaire).

confiés des montants d'épargne importants, qu'ils ont pour mission de faire fructifier. Comme on le voit, dans cette description, qui simplifie d'ailleurs quelque peu la réalité (puisqu'il peut y avoir par exemple plusieurs niveaux de délégation etc.), l'investisseur au sens où nous l'entendons dans cette recherche, à savoir l'acteur qui prend effectivement les décisions d'achat ou de vente de titres, n'est pas l'investisseur institutionnel, et l'argent qui est investi n'est ni le sien ni celui de l'investisseur institutionnel, mais celui de ce qu'on peut appeler l'« investisseur final », à savoir généralement un épargnant (personne physique ou morale, d'ailleurs) qui lui-même n'est que rarement conscient de la complexité de la chaîne de décision. Montagne (2006) a décrit la généalogie de ce mode de délégation et de ses modalités à partir de la notion anglo-saxonne de trust et de la façon dont elle a été réinterprétée, en particulier à partir dans le cadre du développement des fonds de pension américains.

Les analystes financiers buy-side, de leur côté, sont les analystes qui travaillent au sein des sociétés de gestion et dont la production, contrairement à celle des sell-side, n'est pas publique, puisqu'elle est destinée uniquement aux gérants pour qui ils travaillent, qui sont les clients des brokers. Nous aurons l'occasion de revenir sur les nuances importantes qu'il convient d'apporter au caractère public de la production des analystes sell-side, mais il est clair en tout cas que la recherche des buy-side est bien plus strictement confidentielle, et que, traitant de l'estimation publique de la valeur fondamentale, nous n'en parlerons pas. Comme nous aurons à revenir régulièrement dans le cadre de cette thèse sur le rôle joué par les analystes sell-side et que ces acteurs seront au cœur de notre propos, nous adopterons désormais comme convention dans la suite du texte que, lorsque nous parlerons d'analystes sans précision particulière, il s'agira toujours d'analystes sell-side.

Ce qu'il faut aussi comprendre d'emblée, c'est que, lorsque les analystes parlent de « clients », il ne s'agit pas au sens strict d'acteurs avec lesquels ils sont directement liés par une relation commerciale. Ces « clients » sont, de façon plus précise, les clients de la structure de courtage qui les emploie, donc le plus souvent des sociétés de gestion, avec lesquelles l'analyste (sell-side) est classiquement en contact via un analyste buy-side. Si nous précisons que ce contact n'est pas au sens strict commercial, c'est parce que ce qu'il est convenu d'appeler la recherche des analystes est traditionnellement offert par la structure de courtage à ses clients, qui ne paient en principe qu'un service d'exécution. Cette description, valable pour la période que nous étudions, a changé par la suite avec le développement de ce qu'on appelle la commission à facturation partagée. Cette expression fait référence à l'idée que la recherche des analystes est facturée de façon distincte de l'exécution, et donc qu'en pratique

la facture que présentent les brokers à leurs clients est partagée entre exécution et recherche. Sur la période sur laquelle nous avons travaillé, la pratique générale était bien de ne pas facturer de façon distincte la production des analystes, ce qui fait que la production de ces derniers était offerte comme un « extra » aux clients des brokers, même si les analystes parlaient très clairement de « relation client » ou « commerciale ».

Une autre façon d'aborder la question de la légitimation de l'expression publique de la valeur fondamentale consiste à partir des acteurs concernés. Si nous nous demandons qui a intérêt à cette légitimation, nous pouvons répondre a priori qu'il s'agit de l'ensemble des acteurs qui ont intérêt à ce que la valeur fondamentale des sociétés cotées ne soit pas livrée au flou et à l'arbitraire.

Les régulateurs sont au premier rang d'entre eux, mais on peut dire aussi que chercher à ce que l'épreuve de valorisation des sociétés cotées soit épreuve de quelque chose a une certaine importance, logiquement, aux yeux des dirigeants de ces sociétés. Cette visée importe, plus largement, à l'ensemble des décideurs économiques qui ne sont pas des investisseurs au sens où nous l'entendons dans cette recherche, dans la mesure où l'existence d'une expression qualifiée de la valeur fondamentale des sociétés cotées peut contribuer à réduire le degré d'incertitude caractérisant leurs prises de décision. L'éventuelle discordance entre valeur fondamentale et valeur boursière est à la fois un problème de régulation, un problème de politique économique, et un problème pour les décideurs de ce qu'il est convenu d'appeler l'« économie réelle » en général.

Du côté des investisseurs stricto sensu, en revanche, les choses sont moins claires : c'est l'efficacité technique qui compte avant tout pour eux, et elle peut très bien être respectée indépendamment de l'efficacité informationnelle. La modélisation du risque qui fonde le plus souvent leur approche est basée sur des hypothèses portant sur la distribution statistique des changements de cours, mais ces hypothèses n'ont aucun rapport logique, direct et nécessaire avec l'éventuelle conformité du cours à une valeur fondamentale produite par le jugement d'acteurs qualifiés. On peut aussi soutenir qu'un certain nombre d'investisseurs accorde de l'importance à la valeur fondamentale ainsi exprimée, mais tout en remarquant que cet intérêt est logiquement conditionné au fait que cette expression ait un impact significatif sur l'évolution des cours : si ce fait n'est pas vérifié, cet intérêt est voué à disparaître.

Si nous admettons maintenant que les acteurs intéressés à la légitimation de l'expression publique de la valeur fondamentale sont les régulateurs et les décideurs économiques qui ne sont pas des investisseurs, nous pouvons avancer l'idée que les médias, et plus particulièrement les médias économiques les plus respectés, constituent une instance majeure de légitimation de l'expression de la valeur fondamentale à leurs yeux, surtout dans la mesure où nous nous en tenons à son expression publique.

Par ailleurs l'observation des médias plutôt que de l'Etat et de l'AMF comme instance de légitimation présente un avantage particulier dans le cadre de notre démarche de recherche : les analystes financiers sont dotés, par la SFAF et plus vaguement par l'AMF, d'une habilitation à dire la valeur fondamentale, et cette habilitation a une portée générale. L'observation de la légitimation de l'expression de la valeur fondamentale par les médias nous est apparue comme le seul moyen de vérifier concrètement si cette habilitation générale est bien appliquée sur le terrain particulier que nous étudions : un petit nombre de cas, sur une période limitée.

Nous allons successivement apporter quelques éléments contextuels sur les relations entre médias et marchés financiers, exposer la façon dont a été défini l'ensemble d'articles pris en compte, présenter les codages opérés sur les articles et donner les résultats qui en découlent. Ces éléments constitueront le premier chapitre de la partie.

Les résultats nous amèneront ensuite à un développement, sur la base d'éléments tirés des entretiens, sur la question de la relation entre médias et analystes financiers, ce qui nous donnera de premiers éléments de compréhension du rôle des analystes, l'ensemble formant le deuxième chapitre de la partie.

Chapitre 1 : La valorisation fondamentale dans les médias

1. Une approche des médias financiers

Le développement des agences de presse, qui jouent un rôle crucial dans la qualification de l'information, est historiquement lié à leur capacité à transmettre les cours de Bourse et plus largement l'information financière (Boyd-Barrett & Palmer, 1981, p. 343-381). On sait que la localisation du siège de l'AFP face au Palais Brongniart n'est nullement le fait du hasard : la diffusion la plus rapide possible des cours de Bourse a été le premier marché de l'agence Havas qui fut, au XIX^{ème} siècle, la première agence de presse moderne, et cette agence s'installa logiquement face à l'endroit où ils étaient produits ; nationalisée, elle devint l'Agence France Presse, et l'immeuble fut reconstruit, mais au même endroit. L'agence Reuter, lors de sa création à Londres en 1851, s'installa tout aussi délibérément le plus près possible du Stock Exchange. Bien plus tard, le développement rapide de Reuters dans les années 70 et 80 du XX^{ème} siècle ainsi que la création et le succès de Bloomberg à la même époque s'expliquent par leur capacité à diffuser les cours à la fois plus rapidement et à une plus grande échelle, instrumentant ainsi la mondialisation de la finance, mais aussi par leur capacité à diffuser les commentaires porteurs de cadres interprétatifs, en particulier ceux des analystes.

La presse économique et financière, avec ses titres à diffusion internationale (Financial Times, Wall Street Journal, The Economist...) ou nationale (Les Echos, La Tribune, L'Agefi...) a ceci de particulier qu'elle constitue la seule référence normative commune accessible à tous les types d'investisseurs, des petits porteurs aux gérants de fonds internationaux, comme à tous les types de décideurs économiques non investisseurs. Quelques recherches ont documenté son impact sur le comportement des investisseurs : Robert Shiller y consacre le Chapitre V d' « Irrational exuberance » (Shiller, 2005) et on peut aussi se référer à un intéressant papier de recherche de Nguyen Dang (2007). Ce dernier, utilisant la base LexisNexis, a construit un indice mesurant la couverture médiatique des PDG de sociétés

cotées ; cet indice lui permet de montrer que les sociétés dont les PDG sont fortement médiatisés sont survalorisées en Bourse (en termes de Q de Tobin, et en termes de performance relative des portefeuilles composés de titres de sociétés de ce type). Citons aussi Tetlock (2007) qui a documenté la relation existant entre la tonalité (plus ou moins pessimiste ou optimiste) des articles éditoriaux du Wall Street Journal et l'évolution d'ensemble des cours et des volumes échangés.

L'impact des médias financiers sur les décideurs économiques non investisseurs n'a pas été aussi directement étudié ; on peut néanmoins supposer qu'ils jouent un rôle central auprès de ces acteurs en tant qu'instances de qualification de l'information publique. Il nous a donc paru pertinent de considérer qu'ils peuvent jouer ce rôle dans le cas particulier de l'expression publique de la valeur fondamentale.

Par ailleurs, une observation un peu plus détaillée des médias économiques conduit à en distinguer deux catégories :

-les médias d'information économique au sens strict du terme, comprenant avant tout les grands titres déjà cités. Ces journaux, dont le Financial Times ou Les Echos constituent des cas paradigmatiques, appliquent à l'information économique et financière une politique rédactionnelle fondée sur un idéal de neutralité et d'expertise censée séparer information et commentaire.

-les médias de conseil financier et patrimonial : il s'agit de titres dont la vocation principale est de conseiller leurs lecteurs, qui sont supposés disposer d'une épargne significative ou d'un patrimoine important, dans leurs décisions de placement et d'arbitrage.

La distinction se voit bien, par exemple, dans le cas des actions : alors que les journalistes des Echos sont tenus de ne donner aucune recommandation explicite, ceux de l'hebdomadaire Investir, par exemple, sont tenus d'en donner. De façon typique, un article des Echos consacré à une société cotée se présentera comme un article d'analyse économique pouvant déboucher par exemple sur une qualification de la stratégie de la société ou sur des hypothèses sur ses perspectives en termes de résultats ; il ne sera pas structurellement très différent d'un article consacré à la conjoncture économique d'un pays donné, où l'on pourra trouver une qualification de sa politique économique ou des hypothèses sur ses perspectives en termes de croissance. Un article d'Investir consacré à la même société (et souvent basé sur les mêmes informations) sera organisé de façon clairement différente : les informations y sont

agencées pour structurer un argumentaire débouchant sur une recommandation d'acheter, vendre ou conserver le titre.

Cette distinction n'est pas parfaitement stricte, mais on peut la considérer comme opératoire : on trouve dans Les Echos des conseils de placement et d'investissement, mais dans des pages bien distinguées des articles d'information économique, et sous la forme d'articles citant des gérants, analystes ou conseillers en gestion de patrimoine, de sorte que les conseils et recommandations ne soient pas présentés comme émanant du journaliste lui-même ; Investir comprend aussi des articles d'analyse de politique économique, par exemple, mais en se situant tout de même dans la perspective de leurs conséquences prévisibles sur l'évolution des prix des actifs financiers ou d'autres objets de placement, comme les matières premières.

En France, les médias de conseil financier et patrimonial sont peu nombreux ; il s'agit essentiellement des 4 hebdomadaires Investir, Le Journal des Finances, Le Revenu et La Vie Financière³⁰. Ces magazines sont concurrencés sur ce terrain par quelques mensuels comme Mieux Vivre Votre Argent, Investissement Conseils ou Gestion de Fortune. Dans le cas qui nous occupe, celui des actions, ces médias ont pour particularité de formuler des recommandations en leur nom propre. Les journalistes qui s'en chargent écrivent des articles qui, comme les notes des analystes financiers, incluent généralement une appréciation de la valeur fondamentale de la société ainsi qu'une recommandation sur le titre. En ce sens, on peut les comparer directement aux analystes : comme eux, ils font un travail de qualification de l'information, i.e. de sélection de l'information pertinente et de traitement de cette information à travers un cadre interprétatif qui lui donne sens, pour aboutir à une valorisation et à une recommandation³¹. Il importe, en même temps, de garder à l'esprit d'importantes différences :

-une moindre spécialisation : ces journalistes écrivent souvent sur plusieurs secteurs, sont moins focalisés sur un secteur d'activité précis que les analystes.

³⁰ Ce dernier a cessé de paraître en novembre 2008. On peut mentionner aussi des sites Internet comme Boursier.com et des publications plus confidentielles ou « marginales » comme « L'Hebdo Bourse Plus » de Nicolas Miguet.

³¹ Il faut souligner que seuls ces journalistes sont directement comparables aux analystes. Le test de biais d'optimisme des analystes qu'inclut le travail de Fogarty & Rogers (2005) pose problème en ce sens que ces auteurs comparent directement le contenu de rapports d'analystes au contenu d'articles du Wall Street Journal, alors que ces derniers, par suite d'une politique rédactionnelle générale, sont tenus à la neutralité en termes de conseil boursier explicite.

-un public différent : le travail des analystes financiers sell-side est destiné très prioritairement aux clients de la structure de courtage qui les emploie, donc aux investisseurs professionnels que sont les gérants de fonds, alors que les journalistes de conseil boursier s'adressent en priorité aux particuliers effectuant des placements boursiers en direct, qui n'ont généralement pas accès, ou pas de façon détaillée, à la recherche produite par les analystes.

-un mode d'évaluation différent : la performance des recommandations de ces journalistes n'est pas, et de loin, régulièrement mesurée, scrutée et contrôlée comme l'est celle des analystes. Elle ne semble pas d'ailleurs jouer un grand rôle dans la façon dont ils sont appréciés par leur rédaction, d'après ce qu'en disent J2 et J3 :

J2 : *« Pour être clair, hein, on dit achetez Vivendi en 2000 à... je ne sais même pas combien ça vaut, je suis toujours en place dans la société, hein, et on n'est pas notés sur les conseils. »*

J3 : *« Si on fait des recommandations, on recommande un peu comme des analystes, il faut savoir qu'on n'est pas vraiment jugés sur le track record des recommandations, on est plus jugés sur les moyens qu'on met en place pour les faire. »*

2. Délimitation du corpus d'articles

Travaillant dans une division de TNS Media Intelligence (devenu Kantar Media en 2009) réalisant des revues de presse, nous avons d'abord cherché à utiliser celles réalisées pour nos cas, mais nous nous sommes heurtés à l'impossibilité technique de récupérer celles antérieures au 19 mars 2004, en raison d'un changement de système informatique survenu à cette date. Nous avons donc travaillé sur la base de données Factiva, en utilisant seulement dans le cas Mega (qui posait problème en termes de formulation des requêtes sur cette base) les revues de presse réalisées par TNS en complément sur la période allant du 19/03/2004 au 30/06/2005.

Le recours à cette base a eu notamment pour conséquence l'importance des dépêches d'agence (assez peu prises en compte dans les revues de presse réalisées par TNS sur nos cas) dans l'échantillon que nous avons étudié, ces dépêches constituant par ailleurs la « matière première » de la plupart des médias. Il faut en même temps préciser que, gérée sur la période

en joint-venture par Dow Jones et Reuters³², Factiva n'inclut pas les dépêches de leur concurrent Bloomberg alors que ce média a une forte légitimité dans la communauté financière³³. Factiva ne reprend pas non plus les articles du quotidien L'Agefi et de l'hebdomadaire Option Finance, titres significatifs pour la communauté financière française.

Nous sommes partis de l'idée que l'expression publique légitime de la valeur fondamentale en relation avec le cours est généralement une appréciation, un jugement sur le cours de Bourse d'un point de vue qui se présente comme basé sur une estimation de la valeur fondamentale ; c'est, nous l'avons déjà dit, une mise à l'épreuve du cours. Il s'agissait donc avant tout de repérer, dans les articles consacrés à nos 4 cas sur les 3 années étudiées, les prises de position de ce type. La délimitation des articles à traiter s'est donc faite en deux étapes : identification des articles consacrés dans un premier temps, puis, dans un deuxième temps, repérage, au sein de ces articles, de ceux où s'exprime une prise de position sur le cours du point de vue du fondamental.

Le premier niveau de tri a été réalisé de la façon suivante : sur la période du 1^{er} janvier 2003 au 31 décembre 2005 l'ensemble des articles et dépêches consacrés à un de nos quatre cas (ce qui exclut d'emblée les articles portant sur le secteur dans son ensemble, ou sur une comparaison avec un concurrent) a été relevé. Concrètement, sur la base de requêtes opérées avec en mot-clé le nom du groupe à rechercher uniquement dans le titre et le chapeau de l'article (ou dans le cas de Mega, une combinaison de mots-clés, le nom du groupe, correspondant à un adjectif en français et en anglais, donnant un trop grand nombre de résultats hors sujet), nous avons opéré un premier tri consistant à ne garder que les articles consacrés à un de nos cas.

Sur la base de cet échantillon, un deuxième tri a été opéré, consistant à ne retenir que les articles dans lesquels se manifestait au moins une référence à un acteur donnant son appréciation sur la valorisation boursière de l'entreprise et/ou sur les éléments considérés comme étant les plus directement liés à cette valorisation (résultats, stratégie financière).

³² Reuters s'en est retiré fin 2006, Factiva étant désormais une simple division du groupe Dow Jones, lui-même passé sous le contrôle du groupe News Corp. en 2007.

³³ Nous avons tenté de récupérer ces dépêches en nous adressant directement à Bloomberg, puis en passant par la base LexisNexis, mais ces requêtes sont restées infructueuses ; la version de LexisNexis que nous avons pu consulter à HEC ne prenait pas en compte les dépêches Bloomberg. Détail intéressant : selon la documentaliste que j'ai interrogé sur la question, l'accès à la version intégrant Bloomberg aurait à peu près doublé le prix de l'abonnement.

Nous sommes arrivés ainsi à un corpus de 148 articles pour Lithos, 346 pour Mega, 176 pour Pulex, 155 pour Tegumen³⁴, soit un total de 825 articles pour les quatre cas.

La majorité de ces « articles » sont en réalité des dépêches d'agence. Nous avons fait le choix de considérer que toutes les dépêches d'agence non strictement identiques devaient être traitées comme des articles distincts. Ainsi, un jour de publication de résultat trimestriel, si Reuters publie une dépêche en anglais, puis juste après une en français avec de légères différences, puis 30 minutes plus tard une dépêche en anglais comprenant une information supplémentaire, nous avons estimé qu'il s'agissait de trois articles distincts. En effet ces dépêches ne sont pas vues au même moment, et surtout leur succession (qui se poursuit tout au long de la journée, avec couramment 5 ou 6 dépêches un jour de publication de résultat) matérialise le caractère non instantané de la prise en compte et de l'interprétation de l'information contenue dans le communiqué de la firme puis dans ses communications ultérieures par les opérateurs de marché et les autres observateurs.

Par ailleurs, sans prise en compte dans les résultats chiffrés que nous présentons dans ce chapitre, les revues de presse TNS ont été recueillies sur les cas autres que Mega sur les périodes suivantes :

-du 1^{er} avril 2004 au 31 octobre 2004 pour Tegumen.

-du 20 mars 2004 au 15 août 2005 pour Lithos et Pulex.

Non traité systématiquement dans ce chapitre, cet échantillon complémentaire a été néanmoins gardé pour pouvoir servir dans le cadre du recoupement général des données des différents terrains.

³⁴ Comme nous nous en tenons à l'expression de la valeur fondamentale, nous avons exclu les prises de position explicitement basées sur l'analyse technique. Comme l'analyse fondamentale, l'analyse technique formule des recommandations, produit des prévisions, se donne éventuellement des objectifs de cours à un horizon donné, mais elle s'en distingue en se fondant sur l'historique de cours et sur des caractéristiques de la forme des courbes de cours pour en anticiper l'évolution. L'analyse technique a recours à divers outils (moyennes mobiles, droites de résistance...) pour caractériser l'évolution passée des cours, l'étude de ces caractéristiques étant censée donner des indications sur leur évolution future. L'idée sous-jacente est qu'il existerait dans les évolutions des cours des séquences de mouvements se répétant sous la même forme, le repérage du début d'une séquence permettant d'en anticiper le déroulement. Les « vagues d'Elliott » sont un exemple connu de ces régularités supposées, parfois liées à des hypothèses sur la psychologie des investisseurs.

3. Codage des articles

Le corpus d'articles ayant été constitué sur la base de l'inclusion d'au moins une référence à un acteur donnant un point de vue sur la valorisation, le codage a consisté essentiellement à classer ces références. Ce classement s'est fait sur la base d'une typologie des acteurs distinguant trois catégories :

- les médias eux-mêmes
- les analystes financiers sell-side
- les autres acteurs.

La référence aux médias correspond pour l'essentiel aux recommandations boursières produites par les médias de conseil boursier tels que nous les avons précédemment caractérisés.

En ce qui concerne les analystes, qui constituent de fait la très grande majorité des acteurs mentionnés, nous avons opéré plusieurs distinctions.

La principale a consisté à séparer les références à un consensus d'analystes des références à un analyste ou un broker considéré isolément. Les consensus d'analystes sont en réalité des moyennes portant sur un des éléments de leur production. Différents prestataires, opérateurs de bases de données (Thomson avec les consensus IBES, Factset avec le consensus JCF) ou agences de presse (Bloomberg, Dow Jones, Reuters³⁵) calculent et publient des consensus sur la base des prévisions de résultats, des objectifs de cours, des recommandations et éventuellement d'autres prévisions fournies par les analystes. Des consensus sont aussi établis par les sociétés cotées elles-mêmes, dont les services relations investisseurs calculent parfois les moyennes des productions des analystes qui les couvrent et qu'ils considèrent comme représentatifs, mais ces consensus n'ont pas de caractère standardisé et ne sont généralement pas publics³⁶.

³⁵ Thomson et Reuters ont fusionné après la période étudiée, l'opération ayant été finalisée début 2008.

³⁶ On sait aussi que, dans la littérature académique, c'est, de façon standard, un consensus d'analystes (le plus souvent le consensus IBES / Thomson Financial) qui sert de proxy à ce que l'on décrit comme « les attentes du marché », et que cette identification à ce que le marché « attend » ou « pense » est courante dans les médias financiers et chez bon nombre d'investisseurs.

La référence à un consensus n'est donc pas, stricto sensu, la référence à un acteur ; la comprendre comme la référence à une catégorie ou un groupe d'acteurs n'est pas sans poser problème puisque le mode d'agrégation, à savoir le calcul d'une moyenne, est réalisé de façon totalement indépendante des analystes eux-mêmes : ce sont les producteurs de consensus, bien distincts des analystes, qui déterminent de façon indépendante quels analystes ils prennent en compte dans la moyenne, et donc aussi quels analystes ils ignorent, et par ailleurs l'agrégation sous la forme d'une moyenne suppose de traiter à égalité des analystes inévitablement distincts en termes d'expérience, de part de marché du broker auquel ils sont rattachés etc. Comme l'a souligné Chambost (2008), le consensus fonctionne comme un « artefact cognitif de dimension institutionnelle » : c'est un objet à la fois construit, représenté et considéré comme représentatif du marché. Sa production est sans doute la façon la plus visible de répondre au besoin des investisseurs sur les marchés financiers de disposer de points de repère sur les attentes du marché, donc sur les anticipations des autres investisseurs.

La référence à un consensus d'analystes pour fonder un jugement sur la valorisation marchande relève apparemment du paradoxe : il s'agit de juger le marché au nom du marché, d'observer si le verdict des investisseurs à l'instant t est bien conforme à ce qu'attendent les investisseurs en ce même instant. Ce paradoxe semble se dissoudre si l'on présente le consensus comme représentatif de la valeur fondamentale : on juge alors le marché au nom du fondamental ; mais alors le mode de construction du consensus fait apparaître l'impossibilité pratique de l'objectivation de la valeur fondamentale. En effet, faire la moyenne de chiffres résultant de jugements ne produit pas une donnée objective au sens de l'objectivité des sciences de la nature : cela produit simplement ce qu'on pourrait appeler un jugement de second degré, de second ordre, un jugement sur les jugements, basé sur l'idée que le meilleur jugement serait constitué de la moyenne des jugements produits par un ensemble prédéfini d'acteurs.

En dépit des problèmes que nous avons évoqués, nous avons finalement choisi de considérer les consensus comme des acteurs : ces objets construits, ces artefacts, témoignent en effet selon nous de la visée de construire un acteur représentatif du marché, ce qui fait que ces moyennes sont traitées comme si elles résultaient effectivement du jugement d'un acteur unique. Nous reviendrons plus loin sur la question de la référence aux consensus d'analystes.

Précisons par ailleurs que la référence à « des analystes » ou « les analystes » a été assimilée à la référence à un consensus. Sur ce point nous nous sommes basés sur les témoignages des journalistes que nous avons interrogés. J1 (dont l'entretien n'a pas été

enregistré) a clairement affirmé que, quand les médias financiers disent « les analystes », il s'agit de la référence à un consensus. J2 manifeste aussi cette assimilation:

J2 : *« Alors on dit « les analystes », souvent quand on dit « les analystes » ou « la communauté financière pense que » ou « attend un chiffre d'affaires de », souvent on prend on consensus. »*

Une fois mise à part la référence au consensus, nous avons aussi souhaité distinguer la référence à un broker, donc à la structure de courtage à laquelle appartient un analyste sell-side, de la référence à un analyste pris isolément. La référence au broker comporte la mise en jeu d'une marque et de l'image qui y est attachée, mais aussi, et de façon plus opérationnelle pour les investisseurs, l'identification d'une part de marché du courtage qui donne un poids très concret à la prise de position qui est émise. Elle peut en ce sens se distinguer assez clairement de la simple référence, presque toujours anonyme, à « un analyste ». Ensuite, dans les références aux brokers, nous avons distingué les articles qui sont de purs et simples résumés de la note de recherche d'un broker des autres références. Ces résumés de notes, souvent désignés, lorsqu'il s'agit de dépêches, sous le vocable de « research alerts », ont en effet une signification particulière qui a été notamment mise en avant par une des responsables relations investisseurs que nous avons interviewé³⁷.

Enfin nous avons pris en compte le fait que la référence comporte ou non le nom de l'analyste, ce qui permet de prendre en compte la mise en jeu de la notoriété individuelle des analystes dans les médias.

Résumons maintenant notre typologie des acteurs de la valorisation fondamentale dans les médias. Partant d'un premier découpage en trois catégories (médias, analystes sell-side, autres acteurs), nous avons ensuite, au sein de la catégorie « analystes », distingué la référence à un consensus de la référence à un analyste ou un broker pris isolément, ces deux dernières sous-catégories étant ensuite distinguées, pour aboutir à la typologie suivante des acteurs :

-média

-consensus d'analystes

³⁷ C'est en effet à cela que faisait référence RI-L dans cet extrait d'entretien : *« dans ce qui est pris dans les agences de presse, c'est-à-dire Citigroup ou Merrill... où là ils relatent un changement d'opinion, c'est totalement différent [des simples citations]. Parce que là c'est de l'information objective, c'est pas je cite Mr Duchemol ou Bidule, c'est je constate parce que j'ai accès à l'information que Citigroup a upgradé telle ou telle société et que ça a eu un impact ou pas d'ailleurs sur le cours de Bourse. »*

- analyste
- broker
- autres acteurs

Dans la catégorie broker, nous avons ensuite séparé les articles qui sont des résumés de la note d'un broker des simples références à un broker dans le cours d'un article. Enfin l'ultime distinction a consisté à comptabiliser séparément, dans les références à un analyste, les résumés de notes de broker et les simples références à un broker, les cas où l'analyste est nommément cité. Nous aboutissons ainsi à neuf types de référence à un acteur :

- média
- consensus (incluant les références à « des analystes » ou « les analystes »)
- un analyste
- un analyste cité nommément
- un broker
- un broker, avec citation du nom de l'analyste
- un résumé de note de broker
- un résumé de note de broker, avec citation du nom de l'analyste
- autres acteurs.

Au sein du corpus d'articles sélectionné comme indiqué auparavant, nous avons donc comptabilisé neuf formes de prise de position sur la valorisation boursière, en fonction de ces neuf types de référence.

4. Résultats

Les résultats sont donnés dans le Tableau 2. Le nombre de références est supérieur au nombre d'articles : chaque article comprend au moins un des neuf types de référence, mais peut bien sûr en comporter plusieurs. Par exemple un même article peut comporter à la fois une référence à un consensus, une référence à un broker et déboucher sur une recommandation du média lui-même. Il nous a donc paru pertinent de comptabiliser aussi le nombre total de références, afin de pouvoir ensuite déterminer la part de chaque type de référence dans chaque cas.

Nous pouvons relever une relative « surcouverture » de Pulex : on trouve pour cette valeur plus de références à des analystes (total des références à un analyste, à un broker et des résumés de note) que sur Lithos et Tegumen, plus importantes en taille : 130, contre 77 pour Lithos et 111 pour Tegumen.

Cela représente aussi 64% du nombre de références pour Mega (203), qui est une valeur-phare du CAC 40, alors que, rappelons-le, Pulex était une petite valeur majoritairement contrôlée par une famille. Il semble que la volatilité élevée de la valeur, illustrée dans la période étudiée par un record de hausse sur le SBF 120 en 2003, se traduise dans les médias financiers non pas par une couverture plus importante (le nombre total d'articles est inférieur à ceux relevés pour Lithos et Tegumen) mais par un recours plus important aux analystes.

**TABLEAU 4 : REFERENCES AUX ACTEURS DE LA VALORISATION
FONDAMENTALE DANS LES MEDIAS (chiffres bruts)**

	LITHOS	MEGA	PULEX	TEGU MEN	Total sur les 4 cas
Nb total d'articles	148	346	176	155	825
Nb total de références	166	529	232	197	1124
Media	52	77	44	50	223
Consensus	36	199	58	35	328
Analyste	7	33	16	13	69
Analyste nommé	0	0	0	2	2
Broker	26	96	53	37	212
Broker + analyste nommé	3	47	22	9	81
Résumé note	41	25	36	42	144
Résumé note + analyste nommé	0	2	3	8	13
Autres acteurs	1	50	0	1	52

A côté de ces chiffres bruts, la détermination en pourcentage de la part de références attribuable à chaque type d'acteur nous a paru utile pour mieux visualiser ce qui est légitimé par les médias en matière de valorisation fondamentale. Pour identifier les tendances dominantes, nous n'avons pas distingué ici les cas où les analystes sont cités nommément, et nous avons ajouté une ligne totalisant les références aux analystes et/ou brokers cités isolément (sous la forme d'une simple référence ou du résumé d'une note) pour comparer plus facilement ce résultat au pourcentage des références invoquant explicitement ou implicitement (sous la forme « les analystes » ou « des analystes ») un consensus. Cela nous donne le tableau 3³⁸.

TABLEAU 5 : REFERENCES AUX ACTEURS DE LA VALORISATION FONDAMENTALE DANS LES MEDIAS (pourcentages)

Type de référence	LITHOS	MEGA	PULEX	TEGUMEN
Media	31,3%	14,6%	19%	25,4%
Consensus	21,7%	37,6%	25%	17,8%
Analyste	4,2%	6,2%	6,9%	7,6%
Broker	17,5%	27%	32,3%	23,4%
Résumé note	24,7%	5,1%	16,8%	25,4%
<i>Total analystes (Analyste + Broker + Résumé note)</i>	<i>46,4%</i>	<i>38,4%</i>	<i>56%</i>	<i>56,3%</i>
Autres acteurs	0,6%	9,5%	0%	0,5%

Parmi les trois types d'acteurs qui s'imposent (médias, consensus, analystes), les analystes dominent dans tous les cas, même si, dans le cas de Mega, les références aux analystes ne dépassent que de très peu les références aux consensus d'analystes. Dans 2 cas sur 4 (Lithos et Tegumen), les recommandations du média lui-même sont plus fréquentes que les références au consensus.

Il apparaît bien, globalement, que les analystes sont considérés par les médias financiers comme les acteurs les plus légitimes de la valorisation fondamentale. Simplement, ce constat d'ensemble doit être nuancé par le fait qu'ils affrontent dans ce rôle les consensus d'analystes, que nous avons choisi de traiter comme des acteurs distincts des analystes, pour

³⁸ Les pourcentages sont arrondis à la première décimale après la virgule.

des raisons déjà développées. Ces acteurs sont de nature, certes, différente : les analystes sont des acteurs à part entière qui, donc, s'expriment en tant que tels, alors que les consensus ne sont des acteurs que parce qu'on les fait parler, parce que les producteurs de consensus en font des porte-parole du marché, des êtres représentatifs de ce que le marché « attend ». Simplement ces acteurs qui parlent et ces acteurs qui « sont parlés » ont en commun de servir de point d'appui pour juger le marché, l'évolution du cours.

Considérant les estimations publiques de la valeur fondamentale comme des jugements produits par des acteurs, nous avons pu constater sur les cas et la période que nous étudions que les acteurs légitimés dans ce rôle par les médias financiers étaient les analystes financiers, conformément à ce qui fonde leur propre légitimité professionnelle.

A ce stade, nous pouvons nous interroger sur le rôle que joue cette légitimation et sur ses modalités. Pour y répondre, nous allons partir d'un examen de la relation entre médias et analystes qui nous mènera à une réflexion plus large sur ce pour quoi les analystes sont légitimés. Nous le ferons en nous appuyant essentiellement sur les entretiens réalisés.

Chapitre 2 : Relations médias-analystes et rôle des analystes

Les données que nous avons recueillies font penser que la légitimation de l'expression publique de la valeur fondamentale se fait presque exclusivement au profit des analystes sell-side. Ceux-ci étant déjà habilités par l'Etat et l'AMF dans cette fonction, et l'estimation de la valeur fondamentale étant à la base de leur légitimité professionnelle, on pourrait penser que tout est dit et que les acteurs de l'expression publique légitime de la valeur fondamentale sont clairement identifiés.

Pourtant, un examen des données issues des entretiens que nous avons menés invite, non à nier ce constat, mais à le contextualiser d'une façon qui en limite au fond la portée et la pertinence. Cet examen invite à particulier à dire que, si les analystes financiers sell-side jouent en effet ce rôle, ils en jouent aussi d'autres, dont il y a des raisons de penser qu'ils sont plus importants dans leur activité concrète.

Nous partirons de ce que nous apportent les entretiens sur les relations entre journalistes et analystes financiers, d'abord du point de vue des journalistes, ensuite du point de vue des analystes. Les remarques d'un responsable relations investisseurs sur la question viendront compléter ces témoignages, pour aboutir à la formulation d'une hypothèse sur les relations entre journalistes et analystes financiers. Nous pourrons ensuite commencer à élaborer une réflexion sur la place que tient l'expression publique de la valeur fondamentale dans le travail des analystes, en nous basant sur un point que nous avons déjà abordé : le fait que cette expression n'a pas une importance décisive aux yeux des investisseurs, parce que ces derniers accordent plus d'intérêt à l'efficacité technique qu'à l'efficacité informationnelle.

1. Les analystes vus par les journalistes

Du côté des journalistes interviewés, les analystes sont considérés comme une source d'information à la fois importante et difficile d'accès.

L'importance de ce type de source est marquée par J2 et J3 (interviewés ensemble).

Q – Et sur les analystes plus particulièrement, quelle est la place des analystes dans vos sources est-ce que c'est plutôt primordial, important ...

J2 : « *C'est hyperimportant moi je dirais primordial non mais important.* »

J3 : « *Primordial non mais important [...].* »

Cette importance peut tenir à son expertise supposée. Ainsi J1 marque bien que de ce point de vue il ne s'estime pas au même niveau que les analystes : il fait des recommandations, mais « *la différence avec un analyste c'est que lui connaît à fond son secteur* ». Elle tient aussi au fait qu'elle peut être considérée comme représentative du marché, de ce qu'il « pense », fonction de représentation tenue par ailleurs plus directement par les consensus.

En même temps les problèmes d'accès sont très sensibles pour les journalistes dans leur relation aux analystes. J1, J2, J3 ont accès aux positions des analystes via ce qu'en répercutent les fils d'agence (Bloomberg et Reuters essentiellement) et aussi via les notes de morning meeting³⁹, qu'ils reçoivent directement. Ces notes donnent simplement la position des analystes de façon beaucoup plus tranchée et synthétique que les rapports, dans lesquels les analystes peuvent déployer leur argumentation. L'accès à ces rapports ainsi que l'accès direct aux analystes, la possibilité de les interviewer et de reprendre leurs propos, sont beaucoup plus restreints. Cela dépend en fait de la politique du bureau de recherche : de façon générale, plus le bureau est important, installé, moins il communique volontiers avec les journalistes.

³⁹ Chez les brokers, le morning meeting est traditionnellement la réunion matinale au cours de laquelle un analyste donne aux traders et aux vendeurs ses recommandations sur la valeur qui fait l'actualité du jour, et les informe aussi de ses analyses sur l'actualité du secteur qu'il couvre ou sur les études qu'il vient de sortir. La présentation de l'analyste doit être assortie d'argumentaires suffisamment courts et percutants pour être « accrocheurs » auprès des clients. Dans son livre de témoignage, Edouard Tétreau, qui fut un analyste vedette des médias dans la période de la « bulle Internet », a fourni une description précise d'un morning meeting typique (Tétreau, 2005, p.29-43).

Quand j'ai signalé à J1 (entretien non enregistré) que j'allais travailler sur la base Thomson Financial pour recueillir des rapports d'analystes, il m'a indiqué que lui, qui travaille pourtant pour un hebdomadaire financier connu, n'y avait pas accès. Il a aussi remarqué que l'accès à la recherche des analystes s'était nettement restreint après l'éclatement de la bulle Internet des années 2000. J1 a ensuite formulé des remarques sur la circulation des notes et des rapports d'analystes : prenant l'exemple d'Oddo, il précisa que ce broker ne communique pas à la presse, que malgré cela des rapports de ses analystes circulent à la rédaction, mais qu'on ne peut pas dire qu'Oddo est la source. De toute façon, ajouta-t-il, on ne cite un bureau d'études que parce qu'il accepte ou tolère qu'on le cite. J1 illustra ensuite la variabilité de cette tolérance en indiquant que Fideuram Wargny acceptait plus facilement d'être cité qu'Oddo, et qu'Exane était particulièrement restrictif : quand on les a au téléphone, dit-il, ils veulent toujours savoir d'abord comment on a eu le rapport ou l'information, dès qu'on laisse voir qu'on est au courant de la position d'un de leurs analystes.

J2 et J3 notent eux aussi les précautions à prendre avec les bureaux les plus influents :

Q – Mais est-ce qu'il n'y a pas aussi une politique différenciée des différents bureaux d'analyse [...] ?

J2 : *« C'est vrai que les petits bureaux ont tout intérêt, les bureaux qui se créent, on peut parler d'Arkéon par exemple, qui est un petit bureau qui se lance, qui a tout intérêt à communiquer. Moi j'ai eu l'analyste en ligne je lui disais je vais peut-être vous citer parce que je le trouvais sur un certain point intéressant, il m'a dit oh il n'y a pas de problème, vous me citez vraiment sans problème, c'est pas la peine de m'envoyer les citations. Il y a d'autres bureaux d'étude, on peut citer Exane ou BNP Paribas, qui refusent d'être cités. »*

J3 : *« Ixis⁴⁰ aussi.. »*

J2 : *« ou Ixis. D'ailleurs la plupart sont bons, hein, à l'intérieur. Cela n'empêche pas de les appeler, de discuter avec eux, mais ça c'est au fil du temps, hein, c'est vrai que sur ces bureaux-là, il faut les connaître, ça prend beaucoup plus de temps qu'un Arkéon, il faut connaître l'analyste, il faut qu'il vous fasse confiance etc. A partir du moment où ce lien est créé eh bien là les portes sont ouvertes et on peut discuter longtemps avec eux sans toutefois les citer, ça c'est... »*

Q – D'accord donc en fait vous dites

⁴⁰ A la date de l'entretien, Ixis n'avait pas encore fusionné avec Natexis pour former Natixis.

J3 : « *Enfin quand on dit ne pas les citer c'est-à-dire si on est convaincu par ce qu'ils disent on peut reprendre... »*

Q – Des éléments d'argumentation

J3 : « *Des éléments d'argumentation sans les attribuer à untel »*

Q – Ou vous dites « selon un analyste »

J2 : « *Selon un analyste anonyme entre guillemets »*

2. Les journalistes vus par les analystes

Mentionnée par J2, l'importance de l'établissement de liens de confiance dans la durée l'est aussi, du côté des analystes, par A-M2. A-M2 et A-M1 remarquent tous deux que ce sont surtout les journalistes qui sont demandeurs dans la relation, ce qui implique que ce sont les analystes qui y sont en position de force. Ce point a été concrètement illustré au cours de notre entretien avec A-M1, qui a été interrompu par le coup de téléphone d'un journaliste auquel A-M1 a sèchement refusé une interview. Ces deux analystes soulignent le primat de la relation client sur toutes les autres : il s'agit de lui donner la priorité, de ne pas la gâcher ou la parasiter. Comparés aux investisseurs, les médias apparaissent comme des interlocuteurs très secondaires aux yeux des analystes.

Q – Est-ce que vous avez aussi des relations avec les journalistes financiers ou pas ou est-ce que vous avez d'abord le droit de leur parler ou pas ? Parce que quand j'ai parlé aux journalistes [...] ils me disent oh là là les analystes c'est difficile, enfin ça dépend, ça dépend un peu de la politique de communication des...

A-M2 : « *Alors on recherche pas particulièrement. En ce qui nous concerne, ça ne vaut que pour nous, on ne parle que, de fait, aux journalistes des Echos qu'on connaît depuis très longtemps et dont on sait qu'ils vont pas nous citer sur une horreur quelconque et qui en général nous montrent les citations avant. Et si on leur dit attends, là-dessus, tu nous cites pas parce qu'on se fait trucider s'il te plait euh donc ça il le fait pas ou elle le fait pas donc ils vont nous citer sur des trucs plus on va dire banals plus... sans trop de souci quoi. Et ça pour nous c'est important parce que le truc c'est que si on nous fait dire quelque chose qui nous bousille la relation on s'en fout enfin on a trop à y perdre et les journalistes se rendent*

pas toujours compte, ça les amuse des fois les jugements qu'on peut porter, sauf que pour qu'on puisse les porter, qu'on puisse les donner, faut qu'on ait confiance. »

Q – Et que diriez-vous sur vos relations avec les journalistes parce que j'ai trouvé quelques cas ? quelle importance ça a pour vous ?

A-M1 : *« Les journalistes euh je dirais que c'est plus eux qui sont demandeurs que nous on est demandeurs. Eux l'avantage c'est qu'ils ont parfois l'information que peut-être on n'a pas mais bon je dirais c'est pas majeur... les journalistes je dirais c'est pas... »*

Je dirais nous ce qu'on se donne au niveau déontologie... les journalistes viennent après nos clients parce que par définition nos clients nous rémunèrent, si je dis la même chose dans la presse financière avant lui alors que lui paie...[...] »

[le téléphone sonne]

« Excusez-moi »

[conversation téléphonique]

« C'est NBC Europe vous voyez un exemple la conférence call est prévue à 3 heures, à 4 heures ils voudraient que je commente pour la télévision ça va pas... Désolé, les clients avant... »

Les contacts avec les médias ne semblent appréciés et recherchés par les analystes que dans le cas particulier des bureaux les moins influents qui, faute de pouvoir obtenir la reconnaissance qui compte le plus, qui est apparemment celle des clients, peuvent au moins établir une notoriété par ce biais. La remarque faite en ce sens par J2 est confirmée par la différence entre l'attitude de A-M2 et A-M1, qui travaillent pour des bureaux de premier plan d'un côté, et celle d'A-P1, dont la petite structure de courtage travaille en relation avec une entité de private banking.

Q – Et justement au niveau des médias vous avez aussi des relations avec les journalistes régulièrement ?

A-P1 : *« Oui régulièrement on est assez souvent cités dans les Echos, la Tribune, sur le net avec Boursorama etc. Et on est repris en fait assez systématiquement par les sites boursiers. »*

Q – C'est un peu ce que j'ai remarqué mais en fait j'ai vu aussi que les analystes ne sont pas toujours repris nominativement enfin est-ce qu'il y a une politique là-dessus des consignes de discrétion...

A-P1 : *« Oui en fait ça dépend de la politique des banques. Si vous voulez nous on est une banque privée ici qui est une partie importante de l'activité et donc c'est important qu'il y ait une certaine notoriété du bureau de recherche. C'est pas forcément la stratégie des autres sociétés, il y a des sociétés de bourse qui sont très bien établies et dont on parle assez peu dans la presse. »*

3. La relation médias-analystes contextualisée

L'idée que les analystes qui sont repris par les médias ne sont pas ceux qui sont les plus légitimes aux yeux des gérants est reprise par la responsable relations investisseurs de Lithos RI-L, pour qui il y a toutefois une différence entre la citation d'un analyste dans les médias et la simple reprise d'une information de changement de recommandation, qui a de son point de vue un caractère « objectif » :

RI-L : *« Pour les gérants clairement les analystes leaders d'opinion ne sont pas les mêmes que ceux qui sont identifiés comme leaders d'opinion par les journaux financiers, et très souvent les meilleurs analystes, ceux qui connaissent le mieux la valeur et qui ont le plus de poids vis-à-vis des gérants ne sont pas, de notre point de vue, ceux qui sont interviewés par la presse, parce que quand ils donnent des opinions les analystes font partie souvent de maisons qui ont des règles de confidentialité et de communication moins importantes et qui souvent sont des maisons de seconde main qui se servent de ça comme levier d'image de leur propre société d'investissement. »*

[...]

RI-L : *« Et ceux qui parlent sont souvent des gens... D'ailleurs nous de temps en temps on a des conneries monstrueuses qui sortent dans la presse d'analystes qui nous suivent de très très loin. Moi ça m'est arrivé d'appeler des journalistes en leur disant vous savez, vous devriez changer de cheval, parce que ce qui vous a été raconté vous a été raconté par un analyste que nous n'avons pas rencontré depuis 3 ans. Donc il faut faire très attention, ça c'est pour les citations ce ne sont pas souvent les meilleurs qui sont pris, et par contre dans ce qui est pris dans les agences de presse, c'est-à-dire Citigroup ou Merrill... où là ils*

relatent un changement d'opinion, c'est totalement différent. Parce que là c'est de l'information objective, c'est pas je cite Mr Duchemol ou Bidule, c'est je constate parce que j'ai accès à l'information que Citigroup a upgradé telle ou telle société et que ça a eu un impact ou pas d'ailleurs sur le cours de Bourse. »

La distinction énoncée ici par RI-L amène à nuancer et préciser l'hypothèse de relation inverse entre légitimité auprès des médias et légitimité auprès des gérants : si les bureaux les moins reconnus par les gérants peuvent avoir une politique de communication délibérée envers des médias financiers, ces derniers reprennent aussi, quand ils peuvent y avoir accès, des informations sur les positions d'analystes effectivement influents auprès des investisseurs, sans que ces derniers aient délibérément communiqué.

La légitimité des analystes auprès des gérants peut s'observer dans des classements. Nous reviendrons plus en détail dans la troisième partie sur les relations entre analystes et gérants, mais nous pouvons d'ores et déjà indiquer que la façon dont les gérants jugent les analystes est matérialisée dans deux modes d'évaluation, distincts, qui sont :

-des classements publics, qui sont des sondages réalisés auprès des gérants auxquels on demande quels sont leurs bureaux de recherche préférés par secteur. Le classement de l'Agefi, publié chaque année dans l'Agefi Hebdo, est réalisé par Extel (division de Thomson, aujourd'hui partie du groupe Thomson Reuters) après l'avoir été par TNS Sofres.

-des classements non publics, réalisés directement par les gérants, et que, dans les entretiens, nous avons entendus désigner sous différentes appellations : « account reviews », « soft reviews », « brokers' reviews » ou plus simplement « rankings ».

Pour avoir un élément de comparaison entre légitimation par les médias et légitimation par les clients (gérants), nous avons relevé quels étaient, pour nos cas et sur la période étudiée, les brokers les plus reconnus dans chacun de ces modes, pour voir en particulier s'il s'agissait ou non des mêmes, et si la différence faisait sens, si différence il y avait.

Pour cela nous avons utilisé, du côté de la légitimation par les gérants, le classement de l'Agefi, qui est annuel, et pour lequel nous disposons, en plus du classement général, des classements par secteur d'activité⁴¹. Pour chacun de nos 4 cas, nous avons relevé sur chacune des 3 années de la période que nous observons les 5 brokers les mieux classés dans le secteur auquel ils étaient rattachés respectivement.

Du côté de la légitimation par les médias, nous avons distingué, suivant la remarque de RI-L, les reprises de résumés de notes de brokers (auxquelles les journalistes ont pu avoir accès) des autres références à des brokers (citations de bureaux d'analystes, dont on peut supposer qu'ils ont donné leur accord). Pour faciliter la comparaison avec le classement de l'Agefi, nous avons relevé dans chaque cas année par année les 5 brokers les plus cités dans les deux modalités.

Sur cette base nous avons constitué un tableau par cas, ce qui nous donne 4 tableaux : les tableaux 4, 5, 6 et 7. Nous pouvons préciser ce que montrent ces tableaux en prenant l'exemple du Tableau 4 : ce que nous pouvons y voir, c'est, par exemple, que, sur l'année 2003, les 5 meilleurs bureaux d'analyse pour le secteur auquel est rattaché Lithos dans la nomenclature du classement de l'Agefi étaient, dans l'ordre, pour les gérants sondés dans le cadre de ce classement, Deutsche Bank, Cheuvreux, BNP Paribas, Citigroup et UBS ; que, dans les médias financiers pris en compte dans notre étude, il y a eu, cette même année 2003, sur Lithos, 2 résumés de notes d'analystes de Merrill Lynch, 2 d'UBS et 2 de Deutsche Bank ; enfin, dans les mêmes médias, hors des cas de résumés de notes, il a été fait référence 2 fois à un analyste d'Aurel Leven, 2 fois à un analyste de Merrill Lynch, 1 fois à un analyste de Dexia et 1 fois à un analyste du CIC, toujours sur Lithos en 2003.

⁴¹ Dans leur très grande majorité, les analystes sont spécialisés sur un secteur, voire un sous-secteur : ils

TABLEAU 6 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS

LITHOS

2003			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Aurel Leven & Merrill Lynch (2)	Merrill Lynch, UBS & Deutsche Bank (2)	Deutsche Bank
2			Cheuvreux
3	Dexia & CIC (1)		BNP Paribas
4			Citigroup
5			UBS
2004			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Merrill Lynch & Oddo (2)	UBS (3)	Exane
2		Aurel Leven & Cheuvreux (2)	Cheuvreux
3	Natexis, Exane, Cheuvreux & UBS (1)		Oddo
4		Oddo & Société Générale (1)	UBS
5			Société Générale
2005			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Exane (5)	UBS (10)	Exane
2	Citigroup (3)	Exane (4)	Oddo
3	Fideuram Wargny (2)	Cheuvreux (3)	Société Générale
4	Aurel Leven, Dexia, Kepler & Natexis (1)	Aurel Leven & Merrill Lynch (2)	Cheuvreux
5			Ixis

ne suivent que les valeurs qui y sont rattachées.

TABLEAU 7 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS MEGA

2003			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Citigroup (8)	Crédit Suisse & Friedman Billings Ramsey (2)	Lehman Brothers
2	Merrill Lynch (5)		Deutsche Bank
3	Deutsche Bank (4)	Citigroup, Deutsche Bank, Morgan Stanley & Sanford Bernstein (1)	UBS
4	Commerzbank & KBC (2)		Société Générale
5			Exane
2004			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Société Générale (9)	Bear Stearns, Cheuvreux, CIC, Crédit Suisse, Fideuram Wargny, JP Morgan & Merrill Lynch (1)	Société Générale
2	Goldman Sachs & Merrill Lynch (8)		Lehman Brothers
3			Deutsche Bank
4	Deutsche Bank (6)		Ixis
5	Citigroup, Crédit Suisse & Lehman Brothers (4)		JP Morgan
2005			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	JP Morgan (6)	JP Morgan (3)	Société Générale
2	Exane & Société Générale (5)	Cheuvreux & UBS (2)	Ixis
3			Lehman Brothers
4	Merrill Lynch & Morgan Stanley (4)	Citigroup, Exane, ING & Société Générale (1)	Exane
5			Cheuvreux

TABLEAU 8 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS PULEX

2003			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	CIC (5)	Société Générale (2)	Deutsche Bank
2	Aurel Leven & Crédit Suisse (3)	Aurel Leven (1)	Crédit Suisse
3			Morgan Stanley
4	Crédit Lyonnais, Fortis & Oddo (2)		Merrill Lynch
5			Citigroup
2004			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	CDC Ixis, Fortis & UBS (2)	Aurel Leven (5)	Morgan Stanley
2		UBS (4)	Deutsche Bank
3		Crédit Suisse & Gilbert Dupont (2)	Crédit Suisse
4	Aurel Leven & ETC Pollak (1)		JP Morgan
5		CDC Ixis, CIC & Société Générale	Dresdner Kleinwort
2005			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Aurel Leven (12)	Ixis (4)	Société Générale
2	Fideuram Wargny (7)	Aurel Leven, Société Générale & UBS (3)	Ixis
3	Crédit Mutuel-CIC & Fortis (5)		Merrill Lynch
4			Dresdner Kleinwort
5	ETC Pollak & Société Générale (4)	Crédit Mutuel – CIC, Crédit Suisse, Exane, Fortis, Gilbert Dupont, & Oddo (1)	Deutsche Bank

TABLEAU 9 : LES BROKERS LES PLUS LEGITIMES DANS LE CAS

TEGUMEN

2003			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	BNP Paribas, Cheuvreux, Crédit Suisse, Raymond James, UBS, Williams de Broë	Morgan Stanley (4)	Crédit Suisse
2		BNP Paribas & Cheuvreux (3)	Cheuvreux
3			Fox-Pitt Kelton
4		Julius Baer & UBS (2)	Morgan Stanley
5			Deutsche Bank
2004			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Exane (8)	Société Générale (4)	Ixis
2	Société Générale (4)	Cheuvreux & Crédit Suisse (3)	Exane
3	Fideuram Wargny (3)		Cheuvreux
4	BNP Paribas (2)	Goldman Sachs & ING (2)	Crédit Suisse
5	Centrosim, Crédit Suisse, Ixis, Pictet & Raymond James (1)		Deutsche Bank
2005			
<i>Rang</i>	<i>Réf. Brokers (medias)</i>	<i>Résumés notes (medias)</i>	<i>Classt sectoriel Agefi</i>
1	Exane & Société Générale (4)	UBS (6)	Ixis
2		Lehman Brothers (5)	Exane
3	UBS (2)	Exane & ING (2)	Cheuvreux
4	Crédit Suisse, Dexia, Fideuram Wargny, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Pictet & Raymond James (1)		Raymond James
5		Crédit Suisse (1)	Deutsche Bank

Pour tester, sur la base de ces tableaux, l'hypothèse selon laquelle les analystes qui sont légitimés par les médias ne sont pas les mêmes que ceux qui sont légitimés par les gérants, hypothèse dont on peut déduire, si elle est vérifiée, que ces deux modes de légitimation n'obéissent pas aux mêmes logiques et aux mêmes critères, nous avons procédé de la façon suivante :

-d'une part, pour chaque année de chaque cas, nous avons compté combien de bureaux, sur les 5 meilleurs retenus par le classement de l'Agefi, se retrouvent dans les colonnes « résumé note » et « référence broker ». Cela permet de voir dans quelle mesure les analystes légitimés par les gérants le sont aussi par les médias.

-d'autre part, toujours pour chaque année de chaque cas, nous avons compté combien de bureaux, sur ceux apparaissant dans la colonne « référence broker », se retrouvent dans les colonnes « résumé note » et « classement Agefi ». Ceci pour voir dans quelle mesure les analystes légitimés par les médias (et, dans le cas de la colonne « référence broker », il s'agit plus précisément des analystes qui « jouent le jeu » des médias, voire qui cherchent à y être repris) le sont aussi par les gérants. On peut dire que la colonne « résumé note » correspond aux cas où les médias ont eu accès à une information qui ne leur est pas normalement ou prioritairement destinée.

Les résultats sont les suivants :

-sur les 60 noms de brokers mentionnés au total dans les colonnes « classement Agefi » (5 par année, sur 3 années, sur 4 cas), 21 sont repris dans les colonnes « résumé note » et 21 aussi dans les colonnes « référence brokers ».

-sur les 77 noms de brokers mentionnés au total dans les colonnes « référence broker » (il y en a plus de 5 par an en raison des ex-aequo), 28 sont repris dans les colonnes « résumé note » et 19 seulement dans les colonnes « classement Agefi ».

Ces résultats font apparaître que la plupart des analystes qui jouent le jeu des gérants ne jouent pas le jeu des médias et réciproquement : c'est une minorité (non négligeable, mais une minorité) des meilleurs bureaux selon le classement de l'Agefi qui se retrouve fréquemment dans les médias, et c'est une minorité (là encore tout de même visible) des analystes les plus médiatisés qui se retrouve en tête des classements.

Si nous en revenons à la question de la légitimation de l'expression publique de la valeur fondamentale, que pouvons-nous en dire à ce stade ? Les analystes financiers sell-side,

acteurs les plus généralement reconnus de cette expression, sont repris dans les médias en tant qu'estimateurs de la valeur fondamentale, ce qui se dénote par un jugement porté sur la valorisation boursière au nom d'un mode de valorisation distinct. En même temps, ces acteurs accordent beaucoup plus d'importance à leur légitimation par les gérants, mais cette légitimation porte-t-elle sur l'expression publique de la valeur fondamentale ? Est-ce sur ce point que les gérants les jugent ?

Le premier élément de réponse à cette question, c'est que les investisseurs n'ont pas logiquement pour préoccupation première la conformité du cours à la valeur fondamentale mais la prévisibilité du cours ; comme nous l'avons déjà souligné, l'efficacité technique les concerne bien plus que l'efficacité informationnelle. Le deuxième élément de réponse peut prendre appui sur une analyse développée par Beunza & Garud (2007) : la performance des recommandations, donc leur capacité à être immédiatement profitables, ne semble pas non plus être la demande prioritaire des investisseurs envers les analystes, la capacité de ces derniers à produire des idées originales sur les perspectives d'un titre ou d'un secteur semblant plus importante. Enfin, sur les cas et la période que nous étudions, les constats que nous faisons vont dans le sens, pour les analystes, d'une discordance entre légitimation par les médias (en tant qu'estimateurs de la valeur fondamentale) et légitimation par les gérants.

Conclusion de la Première Partie

Le paradoxe est que les acteurs les plus légitimés (par leur définition professionnelle officielle et par les médias) pour exprimer publiquement la valeur fondamentale des sociétés cotées sont des acteurs pour qui cette expression ne semble précisément pas si fondamentale que cela. En même temps, comme le fait remarquer en particulier Fisch (2006), cette fonction d'expression du fondamental est incontournable, et on ne voit pas bien qui pourrait se substituer aux analystes pour cela. L'expression publique de la valeur fondamentale est une fonction qui répond à une nécessité : si les analystes financiers sell-side ne l'assuraient pas, d'autres acteurs s'en chargeraient. Notre démarche de recherche ne part pas des analystes mais du besoin d'estimer la valeur fondamentale, qui est là même sans analystes puisqu'il est inhérent à la nécessité de réguler le marché au-delà des besoins propres des investisseurs. Tant qu'il n'existe pas vraiment d'alternative légitime aux analystes, force est de se reposer sur leur production pour étudier la relation entre estimation publique de la valeur fondamentale et évolution des cours, ce que nous allons faire dans la Deuxième Partie.

Deuxième partie

Evolution des cours et fondamentaux des
analystes

Introduction

Dans la première partie nous avons, en étudiant ce mode de légitimation privilégié que constituent les médias financiers, mis en évidence la prééminence des analystes financiers dans l'expression publique de la valeur fondamentale des sociétés cotées. La deuxième partie doit nous permettre, une fois ces acteurs identifiés, d'étudier la relation entre l'évolution des cours et celle de leur valeur fondamentale *telle qu'elle est exprimée par ces acteurs*. Nous étudierons donc la relation entre évolution des cours et expression de la valeur fondamentale par des analystes, ce deuxième terme de la relation étant simplifié sous le vocable « fondamentaux des analystes »⁴².

Clarifions d'abord les deux termes de la relation :

-si nous parlons de l' « évolution des cours » et non simplement des « cours », c'est pour exprimer clairement que nous n'abordons pas la question de la façon dont les cours sont déterminés à un instant donné. Cette dernière question, par ailleurs largement abordée dans la thèse de Muniesa (2003), amène à se concentrer sur la façon précise dont sont appariés les offres et les demandes exprimées sur un titre donné pour produire un cours à un moment donné. La question de l'évolution des cours est différente : on se focalise bien sur la différence entre le cours d'un titre donné tel qu'il a été fixé à l'instant t et le cours du même titre tel qu'il a été fixé à l'instant $t+1$, et surtout sur la série des cours. Il est clair que les investisseurs s'intéressent moins aux cours qu'à l'évolution des cours : le rendement est a priori leur objectif unique, or le rendement d'un placement n'est rien d'autre qu'une différence entre deux cours exprimée en pourcentage. Du côté des régulateurs et des émetteurs, la question importante à se poser sur l'évolution des cours consiste à savoir si,

⁴² Nous avons aussi évoqué dans la première partie le rôle des consensus d'analystes. Après avoir envisagé d'étudier la relation entre évolution des cours et consensus d'analystes, nous y avons renoncé pour deux raisons :

-un problème de comparabilité : les consensus qui sont généralement disponibles portent en effet soit sur les prévisions de résultats soit sur les recommandations, donc sur des éléments qui ne sont pas directement comparables aux cours. Une approche utilisant les consensus de recommandation a été appliquée, mais nous ne la présentons qu'en annexe (Annexe I) en raison des problèmes méthodologiques qu'elle soulève.

-le fait que nous n'avons pas réalisé d'entretiens avec des producteurs de consensus, ce qui nous empêchait de croiser les données quantitatives avec des éclairages donnés par les acteurs, chose que nous pouvions faire en revanche pour les analystes.

quand les cours bougent, ils bougent pour de « bonnes » raisons, i.e. en fonction de la valeur fondamentale.

-les analystes financiers sell-side formulent principalement sur les sociétés cotées qu'ils couvrent des recommandations, des objectifs de cours et des prévisions de résultats. Ils énoncent aussi des prévisions sur d'autres indicateurs. Il s'agit bien d'une expression publique de la valeur fondamentale, soit directement (l'objectif de cours donne en principe une estimation de ce que vaut le titre) soit indirectement (la recommandation traduit en principe une sous-valorisation (à traduire par une recommandation d'achat) ou une sur-valorisation (à traduire par une recommandation de vente) du titre). Nous regrouperons sous le terme « fondamentaux des analystes » l'ensemble de ces formes d'expression publique de la valeur fondamentale.

Avant d'exposer notre démarche et nos résultats sur cette relation, nous allons revenir sur la littérature académique sur cette question ; cela nous permettra en effet de mettre en perspective notre approche et de mieux en présenter les caractéristiques. La principale d'entre elles est sans doute le fait de partir de l'évolution des cours pour se demander si l'information, en l'occurrence l'expression publique de la valeur fondamentale, est susceptible d'en être la variable explicative déterminante, au lieu de partir de l'information pour voir si sa divulgation a des conséquences sur les cours.

La relation entre évolution des cours et fondamentaux des analystes sera ensuite étudiée, en effet, suivant les modalités des tests d'efficience fondamentale : on partira donc de l'évolution des cours, pour se demander si les fondamentaux des analystes l'expliquent ou non. Les deux modalités de ces tests, déjà exposées dans l'introduction générale, seront utilisées. Nous aurons donc recours à la fois à l'opérationnalisation directe des fondamentaux des analystes amenant à en construire une courbe pour la comparer à la courbe des cours, et à la singularisation de moments marquants de l'évolution des cours pour voir si à ces moments correspondent ou non des changements significatifs dans les fondamentaux des analystes. Les deux méthodes seront mises en œuvre sur les 4 cas successivement. Pour chacun d'entre eux, les observations tirées de l'application des différents tests seront enrichies de données tirées des entretiens et des rapports d'analystes de notre échantillon, ainsi que de comparaisons avec les évolutions d'indices sectoriels et de marché. Tous ces éléments permettront de reconstituer

pour chaque cas son « histoire boursière » sur la période étudiée, la relation entre évolution des cours et fondamentaux des analystes étant appréhendée dans ce cadre.

Cette deuxième partie s'organisera donc en six chapitres : après une revue de la littérature sur la relation entre analystes et évolution des cours, un chapitre présentera les méthodes que nous avons mises en œuvre pour la tester, puis chacun des 4 cas fera l'objet d'un chapitre dans lequel cette relation sera étudiée sur les trois années que nous avons choisi d'observer.

Chapitre 1 : La relation fondamentaux des analystes

– évolution des cours dans la littérature

L'essentiel de la littérature consacrée à cette relation relève des études d'événement, démarche de recherche que nous avons déjà abordée et caractérisée dans l'introduction générale. Il s'agit donc de tests d'efficience technique visant à savoir si les informations que produisent les analystes permettent ou non aux investisseurs de battre le marché, en d'autres termes de réaliser des profits supérieurs au rendement normal tel que défini sur la base de la modélisation du risque adoptée pour réaliser le test. Les productions d'analystes prises en compte comme événement sont le plus souvent des changements de position d'analystes : changements de recommandation, d'objectif de cours, de prévision de résultat.

Cela dit, des recherches consacrées aux analystes se sont développées au cours des dix dernières années dans une perspective différente dans le cadre de la sociologie économique et/ou des études sociales de la finance. Elles ont produit des résultats significatifs en éclairant d'un jour nouveau le rôle que jouent les analystes sur les marchés financiers, mais il est à noter que la question de la relation entre leur production et l'évolution des cours n'a pas été au cœur des préoccupations des auteurs de ces travaux, à une seule (et assez remarquable) exception : celle d'Ezra Zuckerman (1999, 2004).

En même temps, Zuckerman, s'il a notablement innové dans la compréhension du rôle des analystes et de la façon dont ils peuvent influencer les cours de Bourse, conserve un point commun avec les auteurs d'études d'événement : l'approche de la relation entre production des analystes et évolution des cours se fait en partant du premier terme pour voir comment le second réagit. Comme nous l'avons expliqué dans l'Introduction générale, c'est le fait de partir de l'évolution du cours, de ses caractéristiques et/ou de ses singularités, qui distingue les tests d'efficience fondamentale des tests d'efficience technique. Dans la littérature traitant de la relation entre production des analystes et évolution du cours, nous n'avons trouvé ce mode de raisonnement que dans une étude : celle de Ryan & Taffler (2004).

Nous allons donc d'abord revenir, à travers quelques exemples significatifs, sur les études d'événement consacrées à la relation que nous étudions, avant d'exposer les

particularités de l'approche de Zuckerman et enfin de présenter la recherche de Ryan & Taffler, qui nous permettra d'introduire plus directement notre démarche.

1. Les études d'événement appliquées aux analystes : un point de vue d'investisseur

Une étude d'événement est, rappelons-le, adaptée à une problématique d'investisseur : il s'agit toujours de savoir si le fait de disposer d'une information donnée (c'est l'« événement » défini dans l'étude ; il peut être de nature très variée⁴³) permet ou non à l'investisseur d'obtenir un profit supérieur à celui qu'il obtiendrait sans cette information.

Dans la partie de cette abondante littérature qui s'intéresse aux analystes⁴⁴, ces derniers sont donc considérés comme des auxiliaires des investisseurs, et l'approche de la relation production des analystes – évolution des cours est basée sur la question de savoir si, en utilisant les recommandations ou les prévisions des analystes, l'investisseur peut ou non obtenir un rendement supérieur à celui qu'il aurait en ne les utilisant pas. Lorsque c'est le cas, donc lorsque le recours à la production des analystes est profitable, on dit que leur production est dotée d'un « contenu informationnel ». Cette littérature teste l'efficacité technique sous sa forme semi-forte, la production des analystes sell-side étant supposée publique⁴⁵.

Ces recherches se réfèrent souvent à l'article de Cowles (1933) en le présentant à la fois comme un point de départ des études dans ce domaine et comme ayant énoncé le premier un constat souvent confirmé et réitéré par la suite : les analystes n'apportent pas aux investisseurs de plus-value significative. Ce résultat, conforme à l'hypothèse d'efficacité technique sous la forme semi-forte, a été quelque peu remis en question par une série d'articles parus à partir de 1995, celui de Stickel (1995) semblant avoir initié le mouvement.

Nous évoquerons ici 8 articles qui nous ont paru assez représentatifs de ces recherches récentes, 6 d'entre eux concluant à un impact significatif de la production des analystes sur le rendement des actions, 1 faisant un constat plus mitigé, le dernier (et plus récent) revenant à la

⁴³ Cf. Mac Williams et Siegel (1997) et Binder (1998).

⁴⁴ Cf. les revues de littérature réalisées par Sranon-Boiteau, 1998, Breton & Schatt, 2000, Michaely & Womack, 2002.

thèse considérée comme « classique » de l'absence d'impact significatif des analystes. Nous établirons pour notre part une distinction basée sur la méthode utilisée, en séparant ceux qui étudient directement la relation entre production des analystes et évolution des cours et ceux qui l'étudient de façon plus indirecte en retraitant la production des analystes via la construction d'un indicateur.

1.1. L'approche directe de la relation production des analystes – évolution des cours

Les articles de Stickel (1995) et de Womack (1996) ont marqué une étape importante dans les travaux des analystes, en particulier parce qu'ils ont été les premiers à exploiter systématiquement dans des bases de données à la fois les informations sur les changements de recommandation d'analystes et celles sur les rendements boursiers quotidiens. Les recommandations des analystes sont classiquement prises en compte dans les bases de données (en particulier Zacks, IBES [reprise ensuite par Thomson Financial] et JCF [reprise par Factset]) sous la forme d'une échelle de 5 positions dont les dénominations précises ont pu varier mais qui sont du type Achat Fort – Achat – Conserver – Vente – Vente Forte.

Stickel a étudié, sur la période 1988-1991, les réactions des cours à 8790 changements de recommandation vers la position « Achat Fort » et 8167 changements vers la position « Vente Forte ». Son résultat central est la mise en lumière d'une réaction significative des cours sur une période de 11 jours de Bourse centrée sur l'événement.

Womack a effectué un travail assez similaire dans son principe, mais en utilisant la base FirstCall Analyst [reprise aussi par Thomson par la suite], apparemment plus fiable pour identifier les dates de changement de recommandation ; il a aussi choisi de ne prendre en compte que les analystes des 14 brokers les mieux classés dans le classement annuel d'Institutional Investors⁴⁵. L'effet des changements de recommandation vers la position « Achat Fort » et « Vente Forte » sur la période 1989-1991 apparaît significatif non seulement sur la fenêtre d'événement, mais aussi pendant une période d'1 mois suivant le changement de

⁴⁵ Nous aurons l'occasion de remettre en cause plus loin cette hypothèse, sur la base des difficultés que nous avons rencontrées pour nous procurer un échantillon complet de rapports d'analystes.

⁴⁶ Il s'agit d'un classement des meilleurs brokers réalisé sur la base d'un sondage auprès des gérants, qui sont donc les clients de ces brokers. Le principe est donc le même que pour le classement de l'Agefi. Nous aurons l'occasion de revenir sur ce type de classement dans la Troisième Partie.

recommandation dans le cas des changements vers « Achat Fort » et de 6 mois dans le cas des changements vers « Vente Forte »⁴⁷.

Desai, Liang & Singh (2000) se sont concentrés, de leur côté, sur les recommandations d'achat émises chaque année par les 3 analystes les mieux classés par secteur dans le classement des analystes « All-Stars » réalisé par la base Zacks⁴⁸ et publié dans le Wall Street Journal : à l'occasion de la publication du classement, le journal demande à ces analystes quelles valeurs ils recommanderaient à l'achat à cet instant. Sur la période 1993-1996, les auteurs mettent en évidence un rendement des titres recommandés significativement supérieur à celui des comparables de leur secteur sur des périodes d'1 an ou même de 2 ans.

L'étude d'Asquith, Mikhail & Au (2005) s'est, de son côté, distinguée par une volonté de prendre en compte tous les éléments fournis par les analystes : à côté des recommandations, objectifs de cours et prévisions de résultats, ils ont construit, sur la base d'un codage des rapports d'analystes, un indicateur de « force de l'argument » basé sur une différence entre arguments positifs et arguments négatifs. Pour y parvenir, 1126 rapports produits par les analystes les mieux classés par Institutional Investors sur la période 1997-1999 ont été codés sur 30 items. Là encore, les résultats vont clairement dans le sens d'une réelle influence des analystes : pris isolément, aussi bien les changements de recommandation que ceux d'objectif de cours ou de prévisions de résultats ont un impact significatif, mais de plus leur combinaison avec le facteur « force de l'argument » vient encore l'augmenter. Soulignons toutefois que seules des réactions de court terme (sur les 5 jours centrés sur la sortie du rapport) ont été mises en évidence.

Enfin, alors que les 4 articles précédemment évoqués s'étaient concentrés exclusivement sur les marchés américains, Jegadeesh & Kim (2006) ont élargi l'approche à l'ensemble des pays du G7⁴⁹. Sur une période allant de novembre 1993 à juillet 2002, ils ont mesuré à la fois la réaction de marché aux changements de recommandation vers « Achat Fort » ou « Vente Forte » (avec la même méthode que Womack) et la performance à plus long terme des stratégies d'investissement se conformant à ces changements de recommandation. Ils concluent à un impact significatif des analystes dans tous les pays sauf l'Italie, les Etats-Unis se distinguant par une influence plus marquée qu'ailleurs de la production des analystes.

⁴⁷ Presque toutes les études s'accordent à dire que les dégradations (changements de recommandation négatifs) ont plus d'impact que les rehaussements (changements de recommandation positifs).

⁴⁸ Ce classement diffère, dans son principe, de celui d'Institutional Investors, puisqu'il est basé sur la performance des recommandations dans l'année écoulée.

⁴⁹ Etats-Unis, Japon, Allemagne, Grande-Bretagne, France, Italie, Canada. Le G7 est depuis devenu G8 avec l'adjonction de la Russie.

Le récent article d'Altinkiliç & Hansen (2009) se distingue quant à lui par sa méthode, en particulier par l'utilisation de données intraday. Soulignant à juste titre que la grande majorité des changements de recommandation surviennent dans la foulée d'un évènement significatif pour l'entreprise couverte (annonce de résultat, d'une décision stratégique importante...), ils ont cherché à isoler plus facilement l'impact spécifique des changements de recommandation d'analystes en raccourcissant considérablement la durée de la fenêtre d'évènements : la réaction des cours est mesurée sur une durée de 40 minutes centrée sur le changement de recommandation, l'heure de changement étant repérée sur la base Thomson⁵⁰. En utilisant, sur la période 1997-2003, les cours et données intraday de la base CRSP, donc des données sur les actions américaines, ils constatent que les réactions sont très faibles et que deux tiers de ces réactions peuvent être expliqués par d'autres événements ou par des facteurs plus techniques, ce qui laisse subsister un mouvement directement attribuable aux analystes d'une ampleur trop faible pour qu'un investisseur puisse en tirer parti en couvrant ses coûts de transaction. Les auteurs lient ce constat à l'idée, développée déjà par d'autres auteurs, du développement de la fonction marketing des analystes au détriment de leur fonction d'information. Ils font l'hypothèse que les changements de recommandation sont surtout motivés chez les analystes par une stratégie consistant à se positionner dans le sillage⁵¹ d'un évènement : au vu d'un évènement dont on pense qu'il va faire monter le cours, par exemple, ils relèvent leurs recommandations, pour pouvoir ensuite prétendre qu'il y a un lien entre la montée subséquente du cours et ces changements de recommandation, avec l'idée que la performance (apparente) des recommandations leur donnera de bons arguments face à leurs clients et/ou employeurs.

1.2. L'approche indirecte de la relation production des analystes – évolution des cours

D'autres auteurs ont cherché à prendre en compte non pas la production d'analystes pris isolément, au hasard ou distingués dans des classements, mais la production de l'ensemble des analystes via la construction d'un indicateur.

⁵⁰ Nous avons pu nous-mêmes constater que, sur la base Thomson, l'heure à laquelle « tombe » une note d'analyste (qui peut inclure un changement de recommandation) est indiquée à la minute près.

⁵¹ Les auteurs utilisent le terme « piggybacking », difficilement traduisible.

Barber, Lehavy, McNichols & Trueman (2001) ont eu recours pour cela au calcul de consensus de recommandation. Pour ce faire ils se sont basés sur un codage chiffré des 5 positions de recommandations déjà évoquées : utilisé par la base Zacks, ce codage donne la valeur 1 pour une recommandation « Achat Fort », 2 pour « Achat », 3 pour « Conserver », 4 pour « Vente », 5 pour « Vente Forte ». En faisant la moyenne des codages de recommandation, on obtient donc un chiffre compris entre 1 et 5 qui donne un consensus de recommandation. Les auteurs ont calculé ce consensus pour chaque valeur pour chaque jour de Bourse, sur la base des recommandations toujours en vigueur, ce qui signifie qu'une recommandation donnée par un broker reste prise en compte dans ce consensus tant qu'elle n'a pas été modifiée. Sur la base Zacks et sur la période 1985-1996, ils ont construit un portefeuille des valeurs les « mieux recommandées » constitué des titres dont le consensus de recommandation est compris entre 1 et 1,5. Ils ont déterminé la composition de ce portefeuille pour chaque jour de Bourse sur toute la période, chaque changement de recommandation, initiation ou arrêt de couverture étant pris en compte le jour même pour modifier le consensus de recommandation de chaque titre. Leur idée était de se situer au plus près des pratiques d'un investisseur pratiquant une gestion active cherchant à suivre au mieux les indications données par le consensus de recommandation. Pour savoir si cette stratégie est rentable, ils utilisent trois mesures différentes du rendement anormal : une basée sur le MEDAF, une sur le modèle de Fama et French, enfin une qui raffine le modèle de Fama et French par la prise en compte d'un « effet d'élan ». Le résultat est qu'on obtient dans tous les cas des rendements anormaux effectifs mais modestes, au point que la prise en compte des coûts de transaction les annule. De fait, la nécessité de rebalancer quotidiennement le portefeuille sur un nombre important de titres induit déjà des frais de courtage non négligeables. Les auteurs concluent que, si l'efficience semi-forte n'est pas parfaitement assurée (puisque'il y a des rendements anormaux), il n'en demeure pas moins que l'inefficience observable n'a guère de conséquences, puisque les coûts de transaction font que les investisseurs ne peuvent pas réellement en tirer parti. L'impact de la production des analystes sur l'évolution des cours leur paraît donc réel mais modeste et surtout sans conséquence pratique : c'est en parlant de cette étude que nous évoquions un constat mitigé.

De son côté, Ciccone (2003), cherchant, dans une perspective de finance comportementale, à documenter l'effet de l'optimisme excessif des analystes, donc d'une attitude qu'il considère comme non rationnelle de leur part, a comparé le rendement d'un portefeuille de titres valorisés de façon optimiste à celui d'un portefeuille de titres valorisés de

façon pessimiste. L'optimisme est mesuré ici sur la base d'un consensus de prévision de résultats, en comparant ce consensus aux résultats effectifs. Les rendements sont mesurés annuellement, mais aussi mensuellement, sur une longue période (1977-1996). L'auteur conclut à une sous-performance significative des titres valorisés de façon optimiste, ce qui s'explique par la déception des investisseurs lorsque sont publiés les résultats réels.

Les deux articles, remarquons-le, se concentrent sur les effets d'un consensus (de recommandation ou de prévision de résultat, respectivement) et non sur l'impact d'analystes considérés isolément. Notre option de considérer les consensus d'analystes comme des acteurs distincts des analystes est ici transposée dans la typologie de la littérature.

2. L'approche de Zuckerman : les analystes comme prescripteurs

Dans les travaux que l'on peut rattacher à la sociologie de la finance, les recherches les plus marquantes sur les analystes sont celles de Zuckerman (1999, 2004), Fogarty & Rogers (2005), Beunza & Garud (2007) et Chambost (2008). Ces travaux traitent des analystes soit au travers de leur mode d'inscription dans la communauté financière soit en tant qu'acteurs de la qualification de l'information sur les marchés financiers. Seul Zuckerman, en particulier dans son article de 1999, a réellement tenté d'établir une relation entre production des analystes et évolution des cours de Bourse⁵².

Se référant à la fois au néo-institutionnalisme, à la sociologie économique de Harrison White et, de façon plus originale, à la recherche en marketing, Zuckerman (1999, 2004) s'est concentré sur le rôle des analystes en tant que prescripteurs sur les marchés boursiers et plus

⁵² Fogarty et Rogers font simplement allusion à l'influence des analystes sur le cours de Bourse en notant qu'ils ne sont pas en position d'observateurs détachés face au marché (p. 335) et en faisant référence à Booker & Krishnan (2002) sur les réactions des investisseurs aux recommandations des analystes. Booker & Krishnan ont mené sur ce point une recherche relevant de l'économie expérimentale. Par ailleurs, en sociologie de la finance, seuls quelques travaux isolés (Baker, 1984, Zajac & Westphal, 2004) ont réellement abordé la question de l'évolution des cours, Baker se concentrant sur la question de la volatilité, Zajac & Westphal sur la façon dont les investisseurs interprètent un certain type d'information pour déterminer en partie leurs prises de position sur le marché, donc l'évolution des cours.

principalement sur l'impact de leur façon de catégoriser les sociétés cotées sur le cours de Bourse de ces sociétés.

L'influence des analystes sur les cours de Bourse repose en effet pour lui sur leur position de prescripteurs privilégiés. L'auteur fonde le constat de cette position sur trois arguments (Zuckerman, 1999, p. 1407 et 1408) :

-les analystes sont la cible principale de l'activité des responsables relations investisseurs, qui ne s'intéresseraient pas à eux s'ils n'étaient pas influents.

-les analystes sont considérés comme des « investisseurs par procuration » (« surrogate investors », *ibid.*, p. 1408), ce qui se voit notamment au fait que, lors des annonces de résultats, la première question qu'on se pose est de les comparer aux prévisions des analystes, ces prévisions (sous la forme concrète du consensus) étant généralement considérées comme représentatives des attentes du marché.

-le fait que les analystes soient spécialisés (et aussi classés) par secteur leur donne une importance particulière, leur confère une position d'experts du secteur d'activité de la société.

C'est ce dernier point qui est surtout mis en avant, en relation avec une analyse des limites de l'efficience axée sur les problèmes d'interprétation de l'information.

Le développement de l'auteur sur ce point (*ibid.*, p. 1409-1412) est d'abord axé sur les limites de l'argument de l'arbitrage, dont nous avons vu le rôle dans le fonctionnement de marchés efficients : il faut qu'un certain nombre d'investisseurs sachent estimer la valeur fondamentale des actifs financiers et utilisent ce savoir pour ramener leur prix effectif vers cette valeur. Après s'être référé à des travaux relevant de la finance comportementale et mettant en évidence des réactions « anormales » à l'information ou des divergences persistantes entre le prix « correct » et le prix constaté, il ajoute que d'autres limites de l'efficience peuvent venir de changements radicaux dans le fonctionnement de l'économie, mais aussi du mimétisme des investisseurs. Et il conclut :

“These considerations do not suggest that markets are inefficient in the sense that available information is not incorporated in prices. Rather, the upshot of recent advances in finance research and the sociological approach advanced here is that *access to information is insufficient for price to equal its theoretical value*⁵³. Regardless of its availability, information must be decoded. However, the various cognitive limits on information processing as well as the inherent unpredictability of the economic future hinder interpretative projects. That such interpretation is a social enterprise, carried out

⁵³ C'est nous qui soulignons.

with an eye to how others will come to view the same information, complicates matters further. Finally, that arbitrageurs face these and additional limitations suggests that their participation does not ensure market efficiency in the classical sense.” (ibid., p. 1411-1412)

Soulignant que le problème que pose l’information n’est pas simplement celui de son éventuel manque (comme tend à le dire le discours ambiant sur la transparence⁵⁴) mais le fait qu’elle doit être interprétée, décodée, Zuckerman a mis l’accent sur l’importance que revêt, pour une société cotée, le fait d’être couvert par un analyste qui la catégorise de la même façon qu’elle se catégorise elle-même, à partir de l’idée que le cadre interprétatif de l’information est lié à l’appartenance sectorielle. Les analystes financiers sell-side étant presque tous spécialisés sur un secteur particulier, il est dès lors crucial pour une société donnée d’être clairement identifiée par eux comme faisant partie sans équivoque d’un secteur précis et de bien correspondre à ce positionnement.

Zuckerman (ibid.) teste son hypothèse de façon assez complexe, en construisant deux indicateurs pour chaque titre :

-un indicateur de discordance de couverture⁵⁵, qui mesure le degré auquel une société est suivie par des analystes ne couvrant pas son secteur d’activité principal (cet indicateur est égal à 0 lorsque tous les analystes couvrant un titre sont des analystes spécialisés sur son secteur d’activité principal).

-un indicateur de survalorisation, calculé comme une différence entre le cours et une mesure de la valeur fondamentale apte à prendre en compte l’éventuelle diversité des secteurs d’activité d’une société, indicateur qu’il emprunte à Berger & Ofek (1995).

C’est ensuite la relation entre ces deux indicateurs qui est testée, sur un très large échantillon de valeurs américaines et sur la période 1985-1994 : il s’agit de voir si la discordance de couverture a un impact sur la survalorisation, et l’étude conclut à un impact négatif : le fait d’être suivie par des analystes non spécialisés sur son secteur d’activité principal, fait qui traduit une difficulté à être clairement catégorisée, implique pour une société cotée une décote que Zuckerman appelle « décote d’illégitimité ».

De cette façon très particulière, il confirme le constat partagé par l’ensemble des études d’événement examinées auparavant, à la seule exception d’Altinkiliç & Hansen (2009) : directement ou indirectement, le travail des analystes influe de façon significative sur

⁵⁴ Cf. Charron, 2004.

⁵⁵ Nous traduisons ainsi « coverage mismatch ».

l'évolution des cours. On peut remarquer que l'ensemble des résultats qui vont dans ce sens ont été obtenus sur la base de données datant d'une période allant de la fin des années 80 à 2002. Or cette période correspond, semble-t-il, à ce qu'on peut qualifier rétrospectivement d'« âge d'or des analystes », une période pendant laquelle leur audience et leur influence allaient croissant, de pair avec le développement général des marchés financiers et de la financiarisation de l'économie. Un indice significatif de cette influence est le fait que le développement des services de relations investisseurs des sociétés cotées, notable en France à la fin des années 90, se fit en priorité en direction des analystes (Mottis & Zarlowski, 2003).

Cette période a pris fin dans les années 2001-2002, c'est-à-dire après l'éclatement de la « bulle Internet », dont une des conséquences a été une vague de mises en cause des analystes débouchant aux Etats-Unis sur le « Settlement » de 2003 (Sauviat, 2003)⁵⁶ et au plan international sur une vague de défiance vis-à-vis de la profession dans son ensemble⁵⁷. Cette mise en cause peut être aussi liée à une sensible réduction de l'effectif des analystes

⁵⁶ Suite à plusieurs affaires judiciaires ayant mis en évidence le fait que des analystes étaient mis au service de départements de banques d'investissement et de leurs activités, biaisant ainsi leur recherche, la SEC conclut le 28 avril 2003 un « Accord global sur les conflits d'intérêts entre recherche et banque d'investissement » avec 10 groupes bancaires (Bear Stearns, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS). Aux termes de cet accord, ces groupes s'engageaient en particulier à isoler par une « muraille de Chine » leurs activités de recherche et de banque d'investissement et à payer des amendes qui ont atteint un total de 1,435 milliards de dollars, dont 450 millions devaient constituer une contribution au développement d'une recherche indépendante et 387,5 millions devaient être reversés aux investisseurs lésés par ces pratiques de conflits d'intérêt, sous supervision de la SEC.

⁵⁷ Une affaire comme celle qui a opposé LVMH à Morgan Stanley a illustré cela en France : le groupe français avait mis en cause la banque d'affaires en arguant que l'analyste qui y était chargée de le « couvrir » avait délibérément sous-évalué son titre, et que cette sous-évaluation systématique était liée au fait que Morgan Stanley était banque-conseil de son concurrent Gucci. La plainte fut déposée en octobre 2002, et le jugement en première instance du tribunal de commerce de Paris le 12 janvier 2004 condamna Morgan Stanley pour « faute lourde » : la banque dut verser 30 millions d'euros à LVMH au titre du seul préjudice moral, le préjudice matériel restant à évaluer. Morgan Stanley fit appel, ce qui aboutit le 30 juin 2006 à un jugement plus mesuré de la Cour d'appel de Paris : celle-ci conclut que Morgan Stanley avait commis deux fautes portant préjudice à LVMH mais que le dénigrement « en tant que faute civile » n'était pas constitué. Un expert fut chargé de chiffrer le préjudice matériel avant le 1^{er} avril 2007, mais les deux groupes annoncèrent le 15 février 2007 qu'ils étaient parvenus à un compromis mettant fin à leur contentieux, sans rendre public les termes de ce compromis. Entre-temps, dans un rapport d'enquête demandé par la Cour d'appel et dont les principaux éléments furent révélés dans Les Echos le 10 novembre 2005, l'AMF avait précisé notamment qu'« Il n'a pas été possible d'établir une corrélation entre [les] opinions de Morgan Stanley et l'évolution du cours de l'action LVMH ». De fait, le préjudice matériel qu'il était question d'évaluer présupposait une relation entre expression publique de la valorisation (par une analyste) et évolution du cours : la thèse défendue par LVMH était bien que cette expression avait fait baisser son cours.

Quelques articles sur l'affaire : Bayle & de Senneville, 2005, Segré, 2005, Bayle & de Senneville, 2006, Dufour, 2007. Le texte du jugement en première instance se trouve sur Internet à l'adresse suivante : http://www.lexinter.net/JPTXT4/responsabilite_des_analystes_financiers.htm. L'AMF nous a refusé l'accès à son rapport, au motif qu'il s'agissait d'un rapport d'enquête produit à la demande de l'autorité judiciaire. Le rapport fut contesté par LVMH au motif qu'il ne couvrait que la période allant du 26/02/2001 au 31/12/2002 alors que l'accusation de dénigrement portait sur les années 1999 à 2002 (l'AMF avait lancé son enquête le 26/02/2004 et était tenue par une prescription de 3 ans à compter de la date de déclenchement de ses enquêtes) et qu'il ne se prononçait pas sur la notion de dénigrement (n'impliquant pas seulement des recommandations négatives) ni sur la comparaison avec les analyses portant sur Gucci.

sell-side en activité et à un mouvement de concentration chez les brokers. Nous verrons aussi dans la Troisième Partie que l'activité des relations investisseurs a tendu par la suite à s'orienter plus directement vers les gérants en « court-circuitant » les analystes.

On peut aussi remarquer que toutes les études citées jusqu'à présent ont un point commun : on part toujours, dans l'étude de la relation entre information et cours, du côté de l'information pour aller voir comment le cours y réagit. C'est évidemment le cas des études d'événement, mais c'est aussi le cas pour Zuckerman puisque observe si la discordance de couverture, indicateur construit sur la base d'une analyse de l'interprétation de l'information, a des conséquences sur la valorisation boursière des sociétés. Les recherches qui partent du côté de l'évolution du cours pour aller voir si de l'information (et quelle information) se trouve derrière sont beaucoup plus rares. A notre connaissance, le seul exemple de recherche de ce type traitant du rôle des analystes est l'article de Ryan & Taffler, sur lequel nous allons nous pencher maintenant⁵⁸.

3. Ryan & Taffler : la production des analystes traitée comme un flux d'information parmi d'autres

Sur une période de 2 ans (les années 1994 et 1995) et sur les 350 plus importantes valeurs cotées à la Bourse de Londres, Paul Ryan et Richard Taffler se sont attachés à identifier les mouvements de cours et de volumes de transaction les plus importants, pour chercher ensuite s'ils correspondaient à la divulgation d'informations significatives. Les auteurs justifient cette façon de procéder en arguant qu'elle seule permet d'étudier la *part relative* de ces mouvements qui est attribuable à de l'information publique ainsi que, lorsque c'est le cas, la *part relative* des différents types d'information⁵⁹. Pour obtenir ce type de résultat, en effet, il est nécessaire de ne pas se donner de définition a priori de ce qui est susceptible de faire réagir le cours, ce qui est inévitable lorsqu'on étudie la relation entre information et évolution du cours en partant de l'information.

⁵⁸ Comme nous l'avons indiqué en introduction, l'article de Beunza & Garud (2007) peut être interprété de cette façon, et c'est d'ailleurs ce que nous avons fait, mais son objectif déclaré n'est pas l'étude de la relation au cours.

⁵⁹ Les auteurs définissent à cet effet 32 catégories d'information.

Le résultat principal est que 65% des mouvements significatifs de cours et de volume de transaction peuvent être expliqués par de l'information publique, la proportion atteignant 80% pour les valeurs de l'indice FTSE 100 (i.e. les 100 principales valeurs cotées au London Stock Exchange). L'activité distincte des analystes sell-side explique 17,4% des mouvements de cours qui sont expliqués par de l'information publique. Précisons qu'on parle ici d'« activité distincte » pour signifier que, par exemple, les changements de recommandation d'analystes suivant immédiatement une annonce de résultats ne sont pas considérés comme des informations en soi : dans ce cas seule l'annonce de résultats est prise en compte comme information. Les auteurs concluent à l'importance déterminante des informations sur la valeur fondamentale (estimations des analystes, données comptables) dans l'explication des mouvements de cours et de volume de transaction les plus significatifs.

Ils remarquent aussi que cette conclusion contredit les résultats des recherches précédentes ayant adopté la même démarche consistant à partir du cours, des singularités de son évolution : celles de Roll (1988) et de Cutler, Poterba & Summers (1989). Fait notable, ils n'évoquent aucune autre étude de ce type : les autres articles cités partent tous de l'information pour observer la réaction du cours. Nous retrouvons ici le constat de la rareté des recherches partant du cours, rareté que nous avons, dans l'Introduction, proposé d'expliquer en partant du fait que c'est un point de vue d'investisseur qui détermine de façon dominante les pratiques de recherche en finance, et que la question de savoir si les cours évoluent bien en fonction des fondamentaux, reflètent bien la valeur fondamentale, n'est pas la préoccupation première des investisseurs.

Il est clair, dans le même temps, que l'on peut avancer un autre argument à l'appui d'une étude de l'activité des analystes sell-side d'un strict point de vue d'investisseur : c'est que le travail de ces analystes, concrètement, consiste à conseiller les investisseurs, qui sont leurs clients⁶⁰, donc à être à leur service. Notre démarcation par rapport à ce point de vue se justifie du fait que ces mêmes analystes sont *aussi* les acteurs les plus légitimés de l'expression de la valeur fondamentale. La tension entre expression du fondamental et anticipation du marché est d'ailleurs très prégnante dans la façon dont travaillent

⁶⁰ Formellement, ce sont les clients de leurs employeurs : traditionnellement, et c'était en tout cas encore le cas dans la période que nous avons étudiée, la recherche des analystes est diffusée gratuitement aux clients des brokers. La relation entre analystes sell-side d'un côté, gérants et buy-side de l'autre, n'est donc pas stricto sensu une relation commerciale ; elle en a néanmoins bien des caractéristiques, et elle d'ailleurs assez fréquemment qualifiée comme telle.

effectivement les analystes, comme l'a largement montré Chambost (2008)⁶¹. **Le fait est que service des investisseurs et estimation de la valeur fondamentale ne se confondent pas, sauf à supposer *a priori* que les cours suivent les fondamentaux.** C'est parce que nous ne faisons pas cette hypothèse *a priori* et parce que les analystes *sell-side* remplissent *de facto* le rôle d'estimateurs de la valeur fondamentale que nous avons choisi d'explorer la relation entre production des analystes et évolution du cours en partant du cours, donc en centrant l'étude de cette relation sur la question de la conformité à la valeur fondamentale exprimée par des acteurs. Il est clair qu'il est discutable d'assimiler production des analystes et estimation de la valeur fondamentale ; simplement, comme nous aurons l'occasion de le redire, l'estimation de la valeur fondamentale est une fonction qui doit être remplie, et il n'existe pas pour l'heure d'alternative crédible aux analystes pour la remplir.

A l'instar de celle de Ryan & Taffler (2004), notre approche partira bien de l'évolution des cours pour s'interroger sur le degré auquel les fondamentaux la détermine ; pour ce faire, nous avons souhaité utiliser plusieurs méthodes, que nous allons maintenant préciser.

⁶¹ Nous reviendrons sur cette question dans la Troisième Partie

Chapitre 2 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes : méthodes de test

La littérature s'attaquant clairement à la question de l'efficience fondamentale est, nous l'avons dit, peu fournie. On y distingue toutefois deux façons différentes de tester ce type d'efficience : la première, remarquablement illustrée par Shiller (1981), consiste à comparer directement évolution du cours et évolution de la valeur fondamentale pour voir dans quelle mesure la seconde peut expliquer la première ; elle suppose la construction d'un indicateur mesurant la valeur fondamentale. La seconde, dont l'article de Cutler, Poterba & Summers (1989) fournit un exemple typique, consiste à isoler des moments singuliers de l'évolution du cours pour voir si des informations supposées avoir un impact sur la valeur fondamentale ont été divulguées à ces moments-là. Nous appellerons ces deux méthodes comparaison directe et recherche d'événements respectivement.

1. Comparaison directe

En ce qui concerne les fondamentaux des analystes, la comparaison directe à l'évolution du cours suppose la construction d'un indicateur synthétique, ce que nous avons fait en calculant des consensus d'objectifs de cours ; à la différence des recommandations et des prévisions, en effet, les objectifs de cours (dont l'horizon le plus fréquent est de 6 à 12 mois) peuvent être directement comparés aux cours. Il s'agit bien ici de consensus construits par nous, et qui ne peuvent donc pas être considérés comme des acteurs puisqu'ils ne sont pas calculés par les producteurs de consensus s'adressant aux investisseurs.

Les données utilisées sont, du côté des cours, la série des cours de clôture sur Euronext de nos 4 cas sur la période étudiée, récupérée sur la base Datastream (appartenant à Thomson). Les objectifs de cours, quant à eux, ont été recueillis dans l'échantillon de rapports d'analystes sur les 4 cas et sur la période étudiée recueillis chez Thomson Financial.

Comme nous l'avons déjà mentionné, le terme « consensus », pour les analystes, exprime simplement une moyenne. Pour calculer les consensus d'objectifs de cours, nous avons adopté les conventions suivantes pour chaque cas sur la période étudiée :

-pour chaque jour de cotation, nous avons calculé la moyenne des objectifs de cours qui ont été donnés dans un rapport depuis moins de 3 mois. Cette limite de 3 mois a été choisie en raison de la prédominance numérique des rapports liés aux publications de résultats trimestriels : la majorité d'entre eux (70% ; le pourcentage varie peu d'un cas à l'autre) est directement liée aux publications de résultats ou de chiffre d'affaire ou aux réunions d'analystes qui sont généralement organisées juste après ces publications, dont le rythme est trimestriel.

-nous avons estimé qu'un consensus d'objectif de cours n'était valide que si 4 objectifs de cours au moins étaient valides.

Cette deuxième convention explique que les courbes de consensus d'objectifs de cours ne démarrent pas dès début janvier 2003 mais seulement au moment où nous pouvons faire la moyenne de 4 objectifs de cours. Par ailleurs cette règle a souffert de minimes exceptions : il est apparu en effet qu'en l'appliquant nous avons des « trous » dans les courbes d'objectifs de cours dans les cas Tegumen et Pulex. Ces « trous », correspondant donc à des périodes pendant lesquelles nous n'avions pas 4 objectifs de cours datant de moins de 3 mois, apparaissaient sur des périodes limitées (2 jours en décembre 2003 pour Tegumen, quelques jours fin janvier et début février 2004 ainsi que la période du 22 juin au 20 juillet 2004 pour Pulex). Pour pouvoir disposer dans tous les cas d'une courbe continue permettant de calculer un coefficient de corrélation, nous avons « comblé » ces périodes en reliant par une droite les deux points extrêmes des courbes de chaque côté de l'intervalle dépourvu de consensus « valide ». Etant donné la courte durée des périodes considérées, ce « comblement » par de simples relations linéaires a très peu de conséquences sur les corrélations qui sont calculées, et il nous a semblé que les inconvénients de ce modeste « bricolage » étaient mineurs comparés à l'avantage que représente le fait de pouvoir chiffrer la corrélation.

Pour essayer de voir si et dans quelle mesure le consensus d'objectifs de cours peut être considéré comme un facteur déterminant du cours, nous avons en effet calculé dans chaque cas un coefficient de détermination (R^2).

Ensuite, après avoir calculé ces coefficients qualifiant la relation « en direct » entre cours et consensus d'objectifs de cours, nous avons souhaité tenir compte du statut affiché de ces objectifs, qui sont censés anticiper ce que sera le cours à un horizon de 6 mois à 1 an. Pour

ce faire nous avons décalé de 6 mois vers la droite les courbes de consensus d'objectifs de cours, et recalculé des coefficients de détermination, en tout cas sur les périodes où nous avons bien cours et consensus d'objectifs de cours⁶².

Enfin, pour avoir des éléments de réponse plus précis sur la question du suivisme des analystes vis-à-vis des mouvements du marché, idée que peut suggérer leur préoccupation d'être bien vus par les gérants (qui « sont » le marché) et qu'ont avancé aussi Altinkiliç & Hansen (2009), nous avons répété l'opération en décalant les courbes d'objectifs de cours d'une semaine vers la gauche, une semaine vers la droite, un mois vers la gauche et un mois vers la droite, en calculant à chaque fois des coefficients de détermination. L'idée générale est que, si le R^2 dans les cas où la courbe est décalée vers la droite est plus important que le R^2 « en direct », cela signifie que les analystes anticipent le marché, alors que, si c'est le R^2 dans les cas où la courbe est décalée vers la gauche qui est plus important, cela signifie plutôt que les analystes sont en quelque sorte à la remorque du marché, qu'ils en suivent les mouvements.

2. Recherche d'événements

Pour identifier les moments les plus importants de l'évolution des cours, nous avons eu recours à deux méthodes :

-une simple identification des dix plus fortes variations journalières sur la période. Ce repérage des jours de plus forte variation avait déjà été utilisé par Cutler, Poterba & Summers (1989).

-un repérage des changements de tendance, utilisant des outils empruntés à l'analyse technique. Cette dernière ne sera sollicitée que dans son aspect descriptif, ses prétentions interprétatives et prédictives, largement sujettes à caution, étant laissées de côté.

Une fois l'ensemble de ces moments importants identifiés, nous avons cherché les événements concomitants sur les fondamentaux des analystes.

⁶² Concrètement la période sur laquelle nous calculons les R^2 est alors raccourcie de 6 mois : nous n'avons de toute façon pas les données pour reconstituer les consensus d'objectif de cours sur les 6 derniers mois de 2002 afin d'avoir, pour le premier semestre 2003, une courbe de consensus d'objectifs de cours à comparer au cours sur cette période malgré un décalage de 6 mois.

2.1. Dix plus fortes variations

Les dix plus fortes variations de cours journalières en pourcentage ont été déterminées sur la base de la série des cours de clôture sur Euronext recueillis sur Datastream. Pour chaque cas, nous avons construit un tableau présentant, face à ces variations, les modifications des fondamentaux des analystes et autres événements importants. Pour faciliter la mise en relation avec des événements, qui peut supposer une compréhension du déroulement de l' « histoire boursière » de nos cas, nous présentons les dix plus fortes variations dans l'ordre chronologique. En ce qui concerne les changements d'objectif de cours ou de recommandation, nous ne mentionnons que ceux qui sont repris par les médias et/ou formulés par un broker du « Top 5 Agefi » (cf. infra sur notre codage des changements des fondamentaux des analystes), afin d'alléger la lecture des tableaux. Cela dit, dans les commentaires, nous tiendrons compte le cas échéant de l'ensemble des événements relevés dans les fenêtres étudiées. Enfin, quand nous ne précisons pas de date pour les événements, cela signifie qu'ils ont lieu le jour de la variation. Dans les commentaires, nous utiliserons l'expression « broker bien classé » pour parler des brokers classés parmi les 5 premiers dans le classement sectoriel de l'Agefi de l'année dont il est question, ceci pour nous éviter de lourdes et longues périphrases et réserver l'expression « Top 5 Agefi » aux tableaux.

2.2. Changements de tendance

Pour identifier les changements de tendance dans l'évolution des cours de nos cas sur la période, nous avons combiné l'observation directe des courbes avec des indicateurs empruntés à l'analyse technique. Cette dernière a en effet développé des outils permettant d'identifier les tendances, en particulier en les séparant grâce à l'identification de moments de changement de tendance.

Concrètement, nous avons utilisé le logiciel d'analyse technique ProRealTime (disponible gratuitement sur le site www.prorealtime.com). Les indicateurs utilisés pour nos cas sur la période étudiée sont :

- les supports et les résistances, visualisés grâce au module ProRealTrend.
- le MACD.

Le MACD (Moving Average Convergence Divergence, convergence et divergence des moyennes mobiles) est un indicateur de tendance couramment utilisé en analyse technique, qui est égal à la différence entre deux moyennes mobiles exponentielles de période différente, l'une à long terme, l'autre à court terme. Dans la formule utilisée ici, il s'agit de la différence entre la moyenne mobile exponentielle sur 12 jours et celle sur 26 jours. Il formalise en fait une pratique plus ancienne de l'analyse technique qui consistait à repérer les moments où des courbes de moyennes mobiles calculées sur des périodes différentes se croisent, moments considérés comme annonciateurs de changements de tendance.

Le MACD fait ensuite lui-même l'objet d'un calcul de moyenne mobile permettant de déterminer ce qu'on appelle en analyse technique son signal. Ce dernier est égal à la moyenne mobile exponentielle sur 9 jours du MACD. La différence entre le MACD et son signal est généralement représentée sous la forme d'un histogramme, les passages à 0 (i.e. les moments où le MACD est égal à son signal) sont considérés comme des signaux d'achat ou de vente suivant le sens dans lequel se font ces passages.

Pour repérer les changements de tendance, nous avons croisé les résultats de 5 méthodes :

- l'observation directe des courbes pour identifier des points de retournement.
- le calcul de moyennes mobiles centrées sur 50 jours, avec un repérage des seuls changements de tendance confirmés sur plus de 5 jours de Bourse consécutifs.
- le repérage des changements de tendance du MACD.
- le repérage des moments où le MACD était égal à son signal.
- le repérage des dates auxquelles la courbe de cours « touchait » un support ou une résistance.

Pour chacun de nos cas sur la période étudiée, nous avons repéré les moments où, sur une période d'un mois, l'observation directe et au moins deux des quatre autres méthodes utilisées donnaient une indication de changement de tendance allant dans le même sens.

Cela nous a conduit à identifier 9 changements de tendance à analyser : 2 pour Tegumen, 3 pour Lithos, 2 pour Pulex, 2 pour Mega. Comme pour les dix plus fortes variations, nous avons rapproché ces moments d'événements potentiellement pertinents au regard des fondamentaux et aussi des plus fortes variations et changements de tendance sur

les 7 indices étudiés et qui apparaissent dans les fenêtres d'observations (délimitées toujours de la même façon : entre 5 jours avant et 5 jours après la date de l'événement repéré sur l'évolution du cours).

Les dates retenues sont celles des changements de tendance repérables « à l'œil nu » dans ces cas. Il faut souligner que nous n'avons pas retenu tous les changements de tendance observables, mais seulement ceux qui satisfaisaient aux conditions indiquées. Ainsi, pour ne prendre que le cas de Pulex, on peut identifier à l'œil nu un retournement haussier au 12/03/03, et un baissier au 10/02/04. Il ne faut donc pas considérer que les 9 changements de tendance que nous avons retenus comme points de repère pour l'analyse délimitent des périodes uniquement haussières ou baissières.

2.3. Evènements concomitants

Une fois l'identification des 10 plus fortes variations et le repérage des changements de tendance réalisés, nous avons cherché, autour de leurs dates respectives, les modifications des fondamentaux des analystes et autres événements importants survenant dans une fenêtre commençant 5 jours avant et se terminant 5 jours après. Les 5 jours avant se justifient par le fait qu'il est possible que les acteurs du marché mettent quelque temps à interpréter une information, à se décider sur le sens qu'ils vont lui donner, sur la traduction en ordres de bourse qu'ils vont en faire, les 5 jours après par l'idée qu'une information diffusée dans les médias ou même sur une base comme Thomson Financial peut très bien avoir été portée à la connaissance des investisseurs ou d'un bon nombre d'entre eux quelques jours auparavant.

Nous avons pris soin de vérifier si les plus fortes variations journalières et les changements de tendance étaient ou non concomitants des plus fortes variations journalières et des changements de tendance, soit d'un indice du secteur auquel appartient la valeur, soit d'un indice général du marché sur lequel elle est cotée. En cas de concomitance en effet, cela signifie que la valeur que nous étudions est simplement prise dans un mouvement plus général concernant son secteur et/ou le marché dans son ensemble, et dans ce cas c'est ce mouvement qu'il conviendrait d'expliquer, ce qui dépasse le cadre de notre recherche. Pour mener à bien cette démarche, nous avons recueilli sur la période étudiée les évolutions des indices

sectoriels Euro Stoxx (indices de valeurs de la zone euro) de nos 4 cas⁶³, ainsi que le CAC 40 (dont faisait partie Mega), le SBF 120 (dont faisaient partie nos 4 cas) et le Cac Mid & Small 190, indice de valeurs petites et moyennes dont faisait partie Pulex, et que nous avons souhaité observer dans la mesure où cette valeur ne faisait pas partie de l'indice Euro Stoxx de son secteur (sa capitalisation boursière était apparemment trop faible pour cela) et où nous souhaitions néanmoins prendre en compte un indice autre que le SBF 120 et dont Pulex faisait partie. Sur l'ensemble de ces 7 indices (les 4 indices sectoriels de la zone euro, le CAC 40, le SBF 120 et le Cac Mid & Small 190), nous avons aussi relevé systématiquement sur la période étudiée les dix plus fortes variations et les changements de tendance en procédant de la même façon que pour les cours de nos 4 cas⁶⁴. Ces variations et changements de tendance ont été indiqués dans les tableaux quand ils se produisaient dans les fenêtres d'observation telles qu'elles ont été définies précédemment.

Ensuite, il faut préciser que, par « modifications des fondamentaux des analystes », nous entendons des changements de recommandation ou d'objectif de cours. Nous avons donc relevé systématiquement ces derniers dans l'échantillon de rapport recueilli chez Thomson Financial, et complété cette recension par le repérage, dans l'ensemble d'articles recueilli sur Factiva, des changements d'objectif de cours ou de recommandation qui ne seraient pas apparus dans notre échantillon de rapports⁶⁵. Les tableaux donnant l'ensemble des changements de recommandation et d'objectif de cours cas par cas ont été regroupés dans l'Annexe II⁶⁶. Comme on peut le voir dans ces tableaux, ces changements ont été par ailleurs codés sur deux items :

⁶³ L'indice sectoriel Euro Stoxx dont faisait partie Lithos comprenait 22 valeurs, celui dont faisait partie Mega 13 valeurs, celui dont faisait partie Tegumen 17 valeurs. Pulex ne faisait pas partie de l'indice Euro Stoxx de son secteur.

⁶⁴ Dans le cas du Cac Mid & Small 190, les données disponibles sur le site de Prorealtime (le service d'analyse technique auquel nous avons eu recours) ne remontent pas au-delà du 01/01/2005, ce qui fait que nous n'avons pas pu utiliser pour cet indice d'indicateurs d'analyse technique sur les années 2003 et 2004.

⁶⁵ Et pour lesquels nous ne disposons donc pas du rapport correspondant, donc de l'argumentaire accompagnant le changement de recommandation ou d'objectif de cours.

⁶⁶ En ce qui concerne les changements relevés dans les rapports, quand nous avons constaté un changement d'un rapport à l'autre sans qu'il soit mentionné explicitement, nous n'en avons pas tenu compte ; en effet, il nous est apparu (notamment par recoupement avec les références à des positions d'analystes relevées dans les médias financiers) que notre échantillon n'était pas absolument complet, et donc que les cas (peu nombreux) où nous avons constaté un changement sans qu'il soit mentionné sont probablement des cas où il nous manque un rapport sorti entre les deux dont nous disposons et où était explicité le changement de recommandation.

-le fait d'être repris ou non dans les médias : pour renseigner cette colonne nous avons relevé dans l'échantillon d'articles recueilli sur Factiva (et utilisé dans la Première Partie) les références à des changements de recommandation ou d'objectif de cours.

-le fait d'être ou non formulé par un des 5 meilleurs brokers du secteur selon le classement publié chaque année dans l'Agefi. Nous avons recueilli sur les années étudiées (2003, 2004 et 2005) ce classement réalisé à l'époque par TNS Sofres et depuis par Extel (branche de Thomson Financial) sur la base d'un sondage auprès des gérants actions européennes. Ces gérants sont interrogés sur leurs bureaux de recherche préférés, globalement et par secteur. Ce n'est donc pas une mesure de la performance des analystes mais une mesure de la légitimité des brokers auprès de leurs clients dans leur activité d'analyse sell-side. Les croix dans la colonne « Top 5 Agefi » des tableaux signifient que les changements de recommandation ou d'objectif de cours en question ont été formulés par un analyste salarié d'un broker classé parmi les 5 meilleurs du secteur pour l'année considérée dans ce classement Sofres/Agefi.

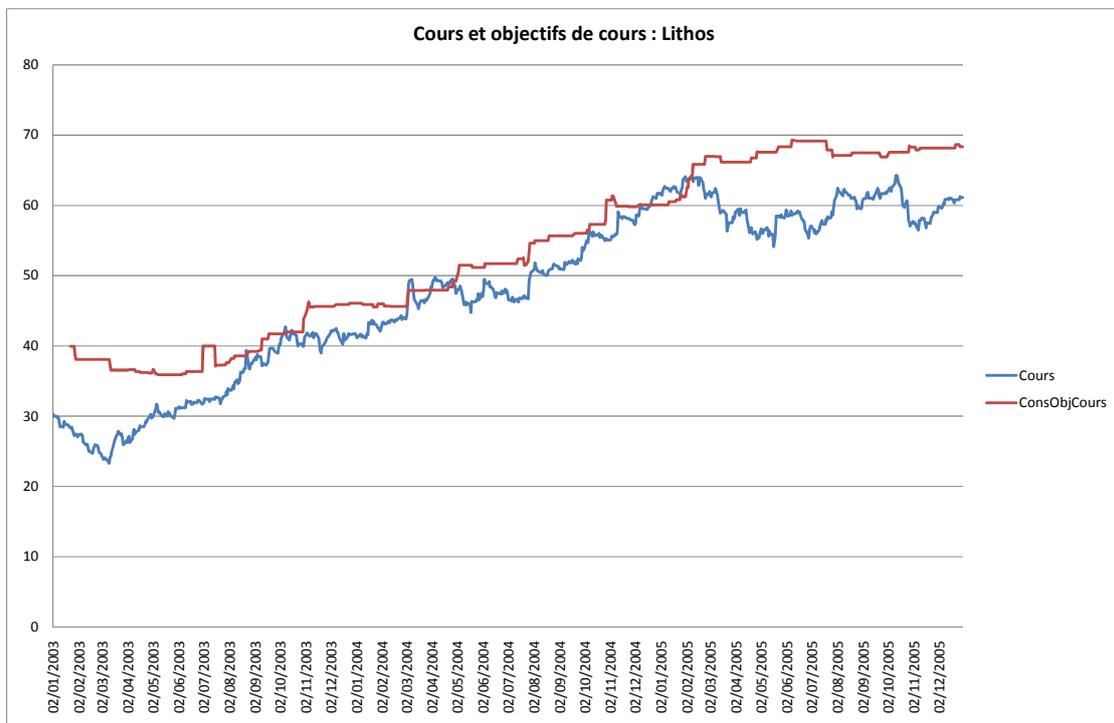
En ce qui concerne les « autres événements importants », nous avons systématiquement regardé, dans les fenêtres étudiées, quelles informations précises concernant la valeur étaient diffusées par les médias financiers, en utilisant pour ce faire l'échantillon d'articles recueilli sur Factiva.

Enfin, maintenant que nous avons précisé la façon dont nous avons défini concrètement les deux termes de la relation étudiée, à savoir les moments les plus importants de l'évolution du cours, d'une part, et les modifications des fondamentaux des analystes et autres événements importants, d'autre part, il nous reste à indiquer comment nous allons comprendre ici la recherche d'une relation de détermination entre ces deux termes. La concomitance entre moment important de l'évolution du cours non lié à une évolution plus générale et événement important sur le plan des fondamentaux est bien sûr une condition nécessaire, mais non suffisante : il faut ensuite vérifier si la série des événements strictement similaires correspond bien à une série de moments importants de l'évolution du cours. Pour illustrer et expliciter ce point, nous dirons par exemple que si nous voyons que des changements de tendance sont concomitants de changements de recommandation repris dans les médias et effectués par des brokers bien classés par l'Agefi, cela n'implique que ce type de changement de recommandation a une valeur explicative sur les changements de tendance que si *l'ensemble* des changements de recommandation de ce type correspond à un changement de

tendance. Et c'est parce que nous avons relevé et codé l'intégralité des changements de recommandation sur nos cas et sur la période que nous pouvons effectuer cette vérification.

Chapitre 3 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Lithos

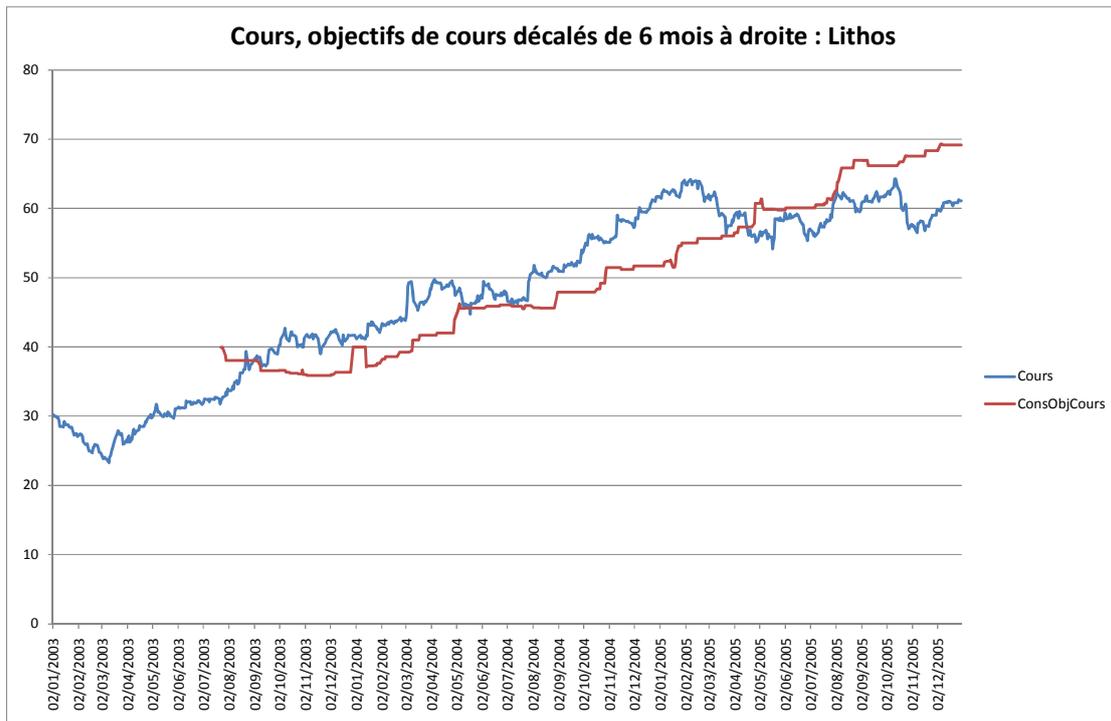
1. Comparaison directe



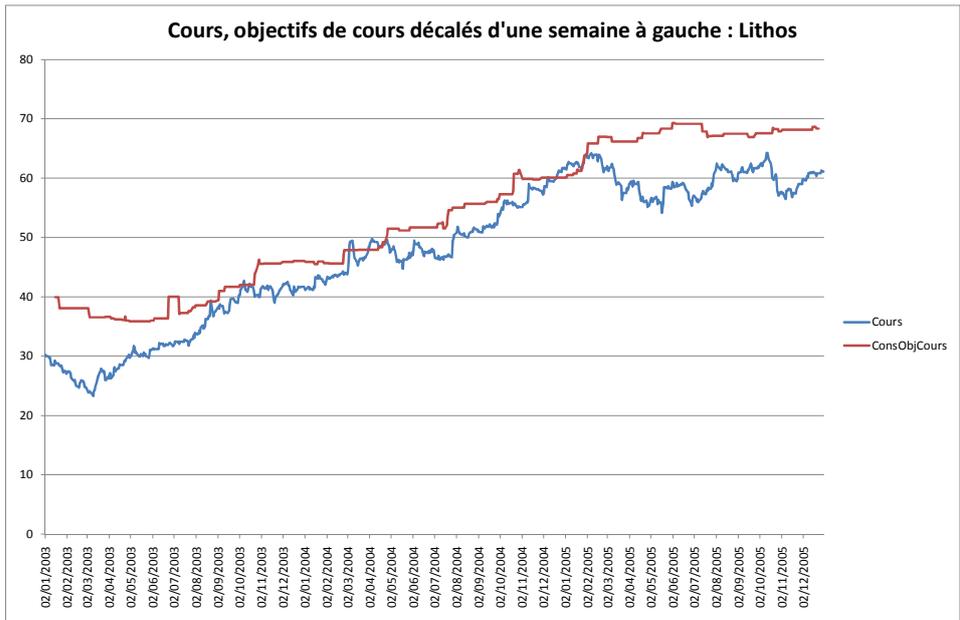
Le coefficient de détermination s'élève ici à 89,63%. Au vu des courbes, il n'est pas aisé de voir dans quel sens la détermination semble s'exercer. Si l'on considère les tendances, il semble néanmoins que ce sont les objectifs de cours qui suivent les cours, plutôt que l'inverse. Ainsi, en 2003, les objectifs amorcent une montée à partir de juin-juillet, alors que le mouvement ascendant du cours a démarré en mars. Ils poursuivent une montée en « marches d'escalier » jusqu'en mai 2005, alors que l'ascension du cours paraît stoppée net en février. D'un autre côté, le fait que les objectifs soient quasi-constamment supérieurs au cours

paraît traduire un certain optimisme général, perceptible aussi dans le fait que les baisses du cours (par exemple de février à mai 2005 ou en octobre 2005) ne trouvent qu'un faible répondeur dans l'évolution des objectifs de cours, qui paraît donc mieux refléter les hausses que les reculs.

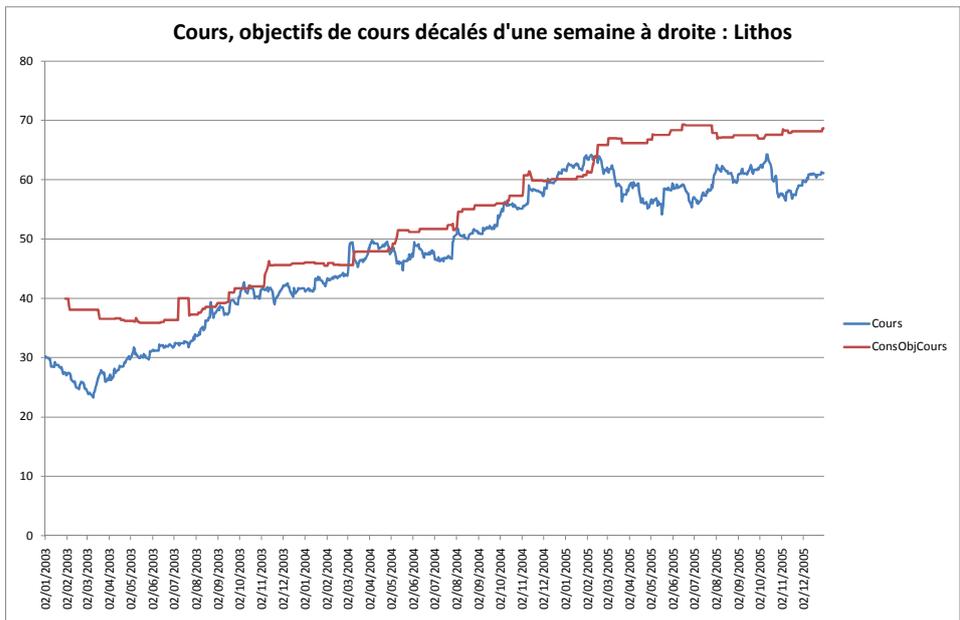
En décalant la courbe de consensus d'objectifs de cours de 6 mois vers la droite, ce qui, si les objectifs de cours atteignaient leur objectif (sans jeu de mots) de prédire le cours à 6 mois, devrait donner une courbe très proche de celle du cours, on obtient ceci :



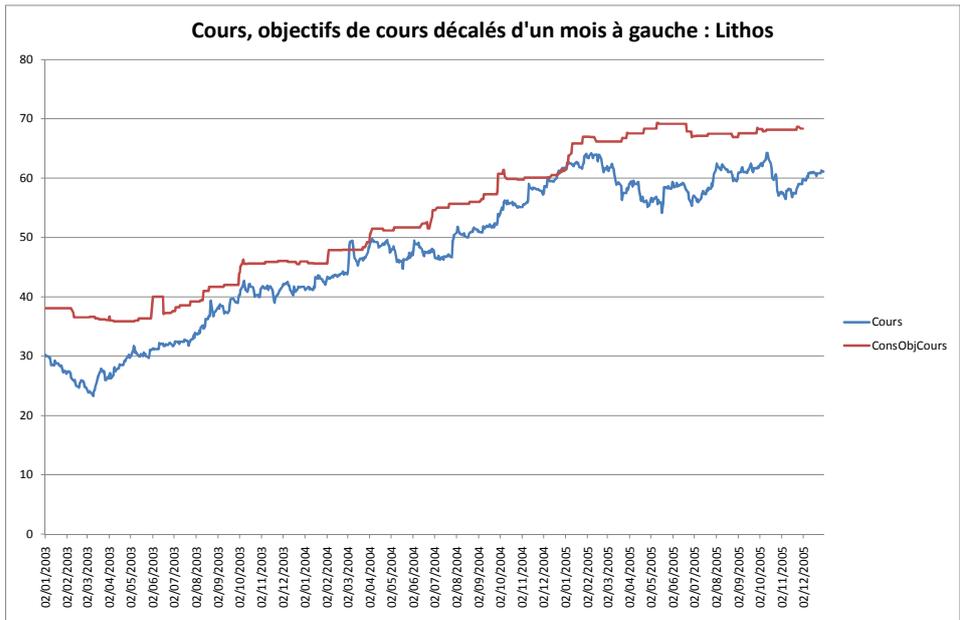
Le coefficient de détermination est ici un peu plus faible, à 75,85%. Si l'on considère les objectifs de cours comme des prévisions à 6 mois, alors on peut constater que les analystes ont anticipé une partie du mouvement haussier, mais pas le retournement puis l'incertaine stabilisation qui se manifestent en 2005. Le fait que le R^2 soit plus faible qu'en direct fait supposer un certain suivisme par rapport au cours. Nous vérifions ce point en décalant la courbe de consensus d'objectifs de cours d'une semaine vers la gauche puis vers la droite, puis d'un mois vers la gauche puis vers la droite, et en calculant à chaque fois le R^2 .



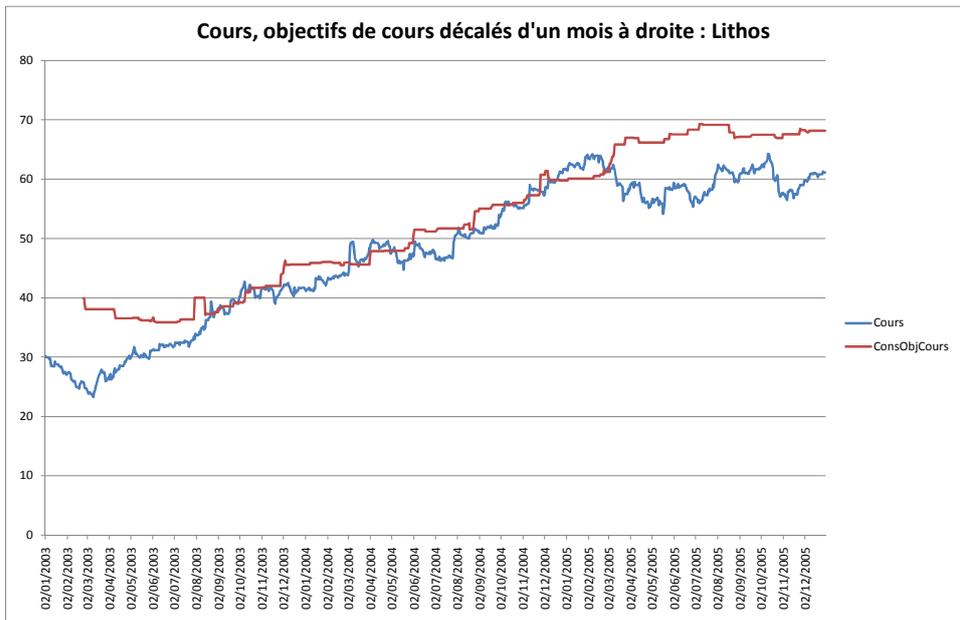
$R^2 : 90,44\%$



$R^2 : 88,66\%$



$R^2 : 93\%$



$R^2 : 86,7\%$

Les écarts de coefficient de détermination sont assez faibles, mais ils vont dans le même sens : les R^2 décalés à gauche sont plus élevés que le R^2 direct (89,63%), qui est lui-

même plus élevé que les R^2 décalés à droite. En d'autres termes les consensus d'objectif de cours d'un jour donné sont plus liés aux cours d'une semaine plus tôt et plus encore d'un mois plus tôt qu'au cours du même jour, et ce lien avec le cours du jour est plus fort qu'avec le cours d'une semaine plus tard et plus encore d'un mois plus tard et plus encore de 6 mois plus tard. En termes d'objectifs de cours, les analystes ont plus tendance à suivre le cours qu'à l'anticiper, même si, répétons-le, la différence n'est pas très marquée.

2. Recherche d'événements

2.1. Dix plus fortes variations

Sur les 10 mouvements retenus, 1 (la baisse du 27/01/2003) s'inscrit dans le cadre d'un mouvement plus général. La hausse du 03/03/2004 correspond à une annonce de résultat annuel dont l'effet est renforcé par 3 hausses d'objectifs de cours effectuées par des brokers bien classés. Les deux autres annonces de résultat annuel sur la période étudiée ne correspondent pas à une des dix plus fortes variations, mais on peut aussi remarquer qu'elles sont sensiblement moins répercutées dans les valorisations des analystes : en 2003, l'annonce des résultats 2002 occasionne deux baisses d'objectif de cours, celle des résultats 2004 en 2005 une baisse d'objectif de cours et un relèvement de recommandation repris dans les médias, alors que l'annonce des résultats 2003 donne lieu à 5 hausses d'objectif de cours (dont 3 de brokers bien classés) et un relèvement de recommandation. Si l'annonce de résultat annuel ne paraît pas être déterminante isolément, elle semble l'être si elle a un impact important sur les fondamentaux des analystes. Un constat similaire peut être fait sur les résultats semestriels : sur les 3 annoncés sur la période, seul celui du 1^{er} semestre 2004 correspond à un des 10 plus forts mouvements, or c'est aussi celui qui modifie le plus les positions des analystes : le résultat du 1^{er} semestre 2003 provoque une hausse d'objectif de cours d'un broker bien classé, celui du 1^{er} semestre 2005 une baisse et 3 hausses d'objectif de cours (dont 2 de brokers bien classés), alors que celui du 1^{er} semestre 2004 entraîne 1 relèvement de recommandation repris dans les médias et 9 hausses d'objectif de cours dont 5 effectuées par les 5 meilleurs brokers du classement sectoriel de l'Agefi et 4 reprises dans les

média. La hausse du 27/07/2004, qui correspond à cette annonce de résultat, obéit apparemment à la même logique de « résultat amplifié par les analystes » que celle du 03/03/2004.

**TABLEAU 10 : RECHERCHE D'EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES
VARIATIONS DANS LE CAS LITHOS**

Date	Variation journalière	Evènements
27/01/2003	-4,22%	Indice sectoriel -3,48% SBF 120 -3,38%
17/03/2003	+5,35%	
22/08/2003	+7,02%	
25/08/2003	-5,64%	Hausse de l'objectif de cours de Cheuvreux (Top 5 Agefi)
16/01/2004	+4,21%	
03/03/2004	+4,62%	Annonce du résultat annuel en hausse de 11,7% et d'une hausse du dividende proposé (de 4,3 à 5 euros par action). Hausse des objectifs de cours d'Exane, Société Générale et UBS (tous trois dans le Top 5 Agefi)
04/03/2004	+4,95%	
27/07/2004	+5,83%	26/07 : hausse de l'objectif de cours Société Générale (Top 5 Agefi). 27/07 : annonce du résultat semestriel en hausse de 20,7%. Hausse d'objectif de cours et relèvement de recommandation d'Aurel Leven (reprise média). Hausse d'objectif de cours d'UBS (Top 5 Agefi). 28/07 : hausses d'objectif de cours d'Exane (Top 5 Agefi), Oddo, Société Générale et Cheuvreux (Top 5 Agefi et reprise médias dans ces 3 cas).
11/11/2004	+4,98%	08/11 : annonce du résultat trimestriel en hausse de 21,7% et d'une acquisition. Hausse d'objectif de cours d'UBS (Top 5 Agefi, reprise média).
20/05/2005	+5,03%	19/05 : annonce d'une acquisition aux Etats-Unis. 23/05 : hausse d'objectif de cours et relèvement de recommandation pour la Société Générale (Top 5 Agefi). Dégradation de recommandation pour Exane (Top 5 Agefi).

La hausse du 11/11/2004, quant à elle, suit la combinaison d'une annonce de résultat trimestriel et d'une acquisition perçue positivement par les commentateurs et les analystes, dont 2 (parmi lesquels un est bien classé et repris dans les médias) relèvent leur objectif de cours. Celle du 20/05/2005 suit immédiatement l'annonce d'une nouvelle acquisition, elle aussi perçue positivement par les médias, mais qui provoque les réactions contrastées de deux brokers bien classés : l'un (Société Générale) relève sa recommandation et son objectif de cours, l'autre (Exane) dégrade sa recommandation.

Sur les 10 plus fortes variations journalières, nous observons en somme :

- une variation correspondant à un mouvement plus général.
- deux variations correspondant à des annonces de résultat ayant un impact important sur les fondamentaux des analystes.
- deux variations correspondant principalement à des annonces d'acquisitions perçues de façon globalement positive.
- 5 variations pour lesquelles nous ne trouvons pas de facteur explicatif convaincant du côté des fondamentaux.

Remarquons aussi que les hausses d'objectif de cours par des brokers bien classés ne peuvent être considérées en soi comme des facteurs déterminants des 10 plus fortes variations : sur les 27 relevées sur la période, 15 sont hors des fenêtres d'observation et une (la hausse d'objectif de cours de Cheuvreux le 25/08/2003) est concomitante à une variation de sens contraire. Le constat est plus nuancé si nous restreignons l'observation aux hausses d'objectif de cours par des brokers bien classés qui sont reprises dans les médias : on en compte 7 dans la période, dont 3 sont hors des fenêtres d'observation, 3 dans la fenêtre du 27/07/2004 et une (celle d'UBS le 08/11/2004) dans celle du 11/11/2004 ; il semble bien que c'est le fait d'être associée à une annonce de résultat ou d'acquisition qui donne à ces changements de fondamentaux particulièrement légitimés un certain effet sur l'évolution du cours.

2.2. Changements de tendance

Le retournement haussier du cours de Lithos le 10/03/2003 précède de deux jours ceux de l'indice sectoriel et du SBF 120, qui tous deux enregistrent de fortes hausses sur les deux séances suivantes. Le 11/03 est annoncé un résultat annuel 2002 en hausse de 81,5%, hausse qui, hors éléments exceptionnels, atteint encore 15,6%. Ce résultat est toutefois nettement inférieur au consensus Bloomberg⁶⁷, et il est suivi le 12/03 de deux baisses d'objectif de cours (Exane et Société Générale), aucun changement de recommandation n'apparaissant par ailleurs dans la fenêtre correspondant à ce changement de tendance. Ces éléments nous incitent à avancer que le retournement est plus lié au mouvement général du marché qu'à l'annonce du résultat annuel.

TABLEAU 11 : RECHERCHE D'ÉVÈNEMENTS SUR LES CHANGEMENTS DE TENDANCE DANS LE CAS LITHOS

Cas	Date	Sens du retournement	Évènements
Lithos	10/03/03	Haussier	11/03 Annonce du résultat annuel (+81,5%), annonce d'une hausse de 16,2% des dividendes. 12/03 Retournement haussier de l'indice sectoriel et du SBF 120 13/03 Indice sectoriel +5,31%, SBF 120 + 5,69% 14/03 Indice sectoriel +4,91%, SBF 120 +6,76%
Lithos	07/02/05	Baissier	02/02 : annonce du CA annuel (+5,3%). Dégradation de Merrill Lynch (reprise média, Top 5 Agefi). Hausses d'objectif de cours de Cheuvreux (Top 5 Agefi, reprise média) et Société Générale (Top 5 Agefi). 04/02 : dégradation CIC (reprise média).
Lithos	13/10/05	Baissier	

⁶⁷ C'est un article de latribune.fr relevé sur Factiva qui donne cette information.

Ce n'est pas le cas du retournement baissier de février 2005. Nous observons le 2 février, jour de l'annonce du chiffre d'affaires de l'année 2004, à la fois une dégradation de la recommandation de Merrill Lynch (broker bien classé, repris par les médias) et deux hausses d'objectif de cours de brokers bien classés (Cheuvreux, Société Générale) dont une (celle de Cheuvreux) reprise par les médias. Alors que le lien entre le changement de tendance et les hausses d'objectif de cours ne paraît pas établi, il y a de réels arguments à l'appui du rôle du changement de recommandation à cette date. En ce qui concerne les hausses d'objectif de cours, la présomption d'absence de lien ne vient pas seulement du fait que le changement de tendance se fait dans le sens inverse de celui de ces changements de fondamentaux des analystes ; elle s'appuie aussi sur le fait que, sur les 27 hausses d'objectif de cours formulées par des brokers bien classés sur les 3 années étudiées, 15 sont en-dehors des fenêtres d'observation des 10 plus fortes variations de cours et 25 en-dehors des fenêtres pour les changements de tendance. Si l'on se restreint aux hausses d'objectif de cours formulées par des brokers et reprises dans les médias, celle de Cheuvreux du 2 février 2005 est la seule des 7 observées sur les 3 ans qui se trouve dans les fenêtres des changements de tendance. Maintenant, si nous relevons les dégradations de recommandation réalisées par des brokers bien classés et reprises par les médias, nous n'en trouvons que 3 sur les 3 ans, et celle de Merrill Lynch se différencie clairement des deux autres.

Ces dernières (celle de Deutsche Bank le 09/10/03, celle d'Exane le 23/05/05) se trouvent hors des fenêtres des changements de tendance, celle d'Exane suit de 3 jours une des plus fortes variations (une hausse en l'occurrence). Celle de Merrill Lynch, qui est concomitante d'un changement de tendance, s'en distingue de façon significative, et nous avancerons l'idée que son impact particulier sur le cours est lié à ces traits distinctifs.

La différence ne vient pas tellement de l'argumentaire utilisé. La note de Deutsche Bank remarque, suite à une visite de site de production, qu'aucun signe de progression des volumes à court terme ne se dégage et surtout que la hausse du titre de Lithos, de 42% sur un an, s'inscrit dans le cadre plus large d'un « rally » des valeurs moyennes et que le temps est venu pour une pause (« *the time has come for short term consolidation* »). En même temps le broker relève son objectif de cours, à un niveau assez proche du cours, sur la base d'un calcul dans lequel on peut remarquer que les comparables pris en termes de rapport cours/résultat sont des valeurs minières (Rio Tinto, Anglo American) ; Deutsche Bank applique ensuite à la valeur théorique calculée une décote justifiée par le caractère relativement peu liquide de Lithos, qui reste une valeur contrôlée. La note d'Exane souligne à la fois que les perspectives

de croissance interne de Lithos sont limitées et que la croissance externe, qui seule peut justifier la hausse du cours, est déjà intégrée dans son évolution des jours précédents. De son côté Merrill Lynch avance des arguments à la fois « fondamentaux » (Merrill anticipe un ralentissement de la construction en France et aux Etats-Unis sur l'année 2005) et « techniques » (le broker note en particulier un niveau record du rapport du cours au résultat par action).

C'est plutôt sur le plan des caractéristiques générales du suivi de la valeur par Merrill Lynch que la distinction est nette. En effet Merrill, parmi les bureaux qui suivent Lithos, présente deux particularités importantes :

-c'est un analyste du secteur « Mines-Métallurgie » (et non « Matériaux de construction ») qui suit la valeur⁶⁸.

-c'est la seule banque d'investissement anglo-saxonne importante à la suivre. Ni JP Morgan ni Lehman ni Goldman Sachs ni Morgan Stanley ne la couvrent, en tout cas dans la période étudiée ; Citigroup lance la couverture en juillet 2004 seulement, mais dans le cadre d'une équipe spécialisée sur les valeurs moyennes d'Europe continentale et basée à Paris.

Le premier point implique en particulier que les comparables ne sont pas les mêmes, le deuxième point, qui nous paraît plus important, que le broker s'adresse à un public d'investisseurs plus large et au moins potentiellement plus influent et qu'il est clairement le plus en position de pouvoir le faire parmi les analystes couvrant la valeur. On peut ainsi faire l'hypothèse que l'analyste de Merrill, parce qu'il est spécialisé sur un autre secteur que la construction et parce qu'il représente une grande maison américaine, a pu susciter l'intérêt d'un type d'investisseurs qui, autrement, n'auraient pas été attirés spontanément par une valeur moyenne française relativement peu liquide et classée généralement dans la construction : des fonds anglo-saxons importants et/ou des investisseurs s'intéressant aux valeurs minières.

Enfin, en ce qui concerne le retournement baissier d'octobre 2005, aucun événement pertinent n'est concomitant.

⁶⁸ Si Merrill ne figure pas en 2005 parmi les 5 brokers de tête du secteur dans lequel on classe le plus souvent Lithos, il y figure bien dans le secteur Acier-Métaux-Minerais sur lequel est spécialisé l'analyste de Merrill qui couvre la valeur, ce qui fait que nous l'avons tout de même compté dans la catégorie « Top 5 Agefi » des « brokers bien classés ».

Le constat issu des tests peut être résumé comme suit :

-le rapprochement avec la courbe de consensus d'objectifs de cours donne l'impression d'un certain optimisme général des analystes sur la valeur.

-4 des 10 plus fortes variations de cours paraissent imputables à une perception favorable par des analystes bien classés d'événements particuliers (deux annonces de résultat, deux annonces d'acquisition).

-1 des 3 changements de tendance paraît pouvoir être lié à un changement de recommandation de Merrill Lynch, en raison des particularités de ce broker parmi ceux qui suivent la valeur : c'est le seul broker-dealer anglo-saxon important qui s'y intéresse, et il ne la classe pas dans le même secteur que les autres brokers.

Le croisement de ces observations avec des éléments recueillis dans les entretiens nous amène à préciser deux éléments (la « bonne image » générale de la valeur auprès des analystes dans la période étudiée, l'influence particulière de Merrill Lynch) et à développer plus spécifiquement la question des difficultés de catégorisation de Lithos et de la façon dont les analystes et la société elle-même s'expriment sur ce point qui, selon Zuckerman (1999), implique normalement une « décote de légitimité » sur le cours de Bourse.

3. Eléments de qualification boursière

L'image positive de la valeur dans la communauté financière, au moins durant la période étudiée, est exprimée dans les entretiens avec les 3 analystes ayant suivi la valeur que nous avons interviewés.

A-L1 : *« c'est une valeur qui a été portée aux nues par le marché pour ses qualités de management pendant 2-3 années et [...] on avait un consensus qui achetait dur parce qu'on adorait le management »*

A-L2 : *« c'est une société qui a un positionnement de niche sur des marchés bien spécifiques, une stratégie bien rôdée, qui évolue sur un marché qui est relativement petit et [...] qui a établi un track record assez fort, qui a un management de très bonne qualité, une*

stratégie de croissance qui combine bien la croissance interne et la croissance externe avec un bon contrôle des coûts. »

A-L3 : *« une société qui est très bien gérée, donc, gérée par son management, qui a des tendances long terme qui sont intéressantes »*

Cette appréciation générale a indéniablement correspondu à un parcours boursier assez réussi sur les 3 années observées : sur cette période, la performance de Lithos est de +102%, celle de son indice sectoriel de +86%, celle du SBF 120 de +52%. Lithos a effectivement, sur la période, « surperformé » son indice sectoriel, et plus encore l'indice de marché dont elle faisait partie.

Sur le rôle particulier de Merrill, ce que dit la responsable relations investisseurs de Lithos sur l'histoire boursière de la valeur dans la période étudiée est assez éclairant en ce sens qu'elle met surtout l'accent sur la centralité des gérants dans l'établissement de la tendance boursière, le rôle joué ponctuellement par l'analyste de Merrill Lynch ne se comprenant que par sa capacité à éveiller leur intérêt. Cela rejoint l'hypothèse que nous avons avancée selon laquelle l'influence de ce broker venait du fait que sa capacité à toucher un public d'investisseurs internationaux assez large était plus importante que celle de tous ses collègues suivant la valeur.

RI-L : *« En ce qui concerne le cours de Bourse pour moi ce sont vraiment les analystes d'un côté et les gérants de l'autre avec entre deux une situation d'appartenance sectorielle et des modes qui font que même si vous avez déployé beaucoup d'efforts en direction de la communauté des analystes, que tout le monde est à l'achat, vous pouvez très bien avoir un cours de Bourse qui se traîne, ce qui a été notre cas depuis deux ans,⁶⁹ parce que vous n'êtes pas complètement à la mode, parce que votre performance relative j'entends en termes de résultats financiers n'est pas à la hauteur d'autres secteurs qui sont plus affriolants pour les investisseurs. [...] dans la communauté des analystes financiers on sait ceux qui font le marché ceux qui ont un impact sur le marché mais ce n'est pas parce qu'ils ont un impact sur le marché que leurs conseils seront toujours suivis et au final c'est quand*

⁶⁹ Interview réalisée le 29/05/2007.

même bien un mouvement qui se déclenche à un moment particulier qui fait que tout le monde va suivre dans un sens ou dans l'autre »

Q – Et là c'est au niveau des gérants...

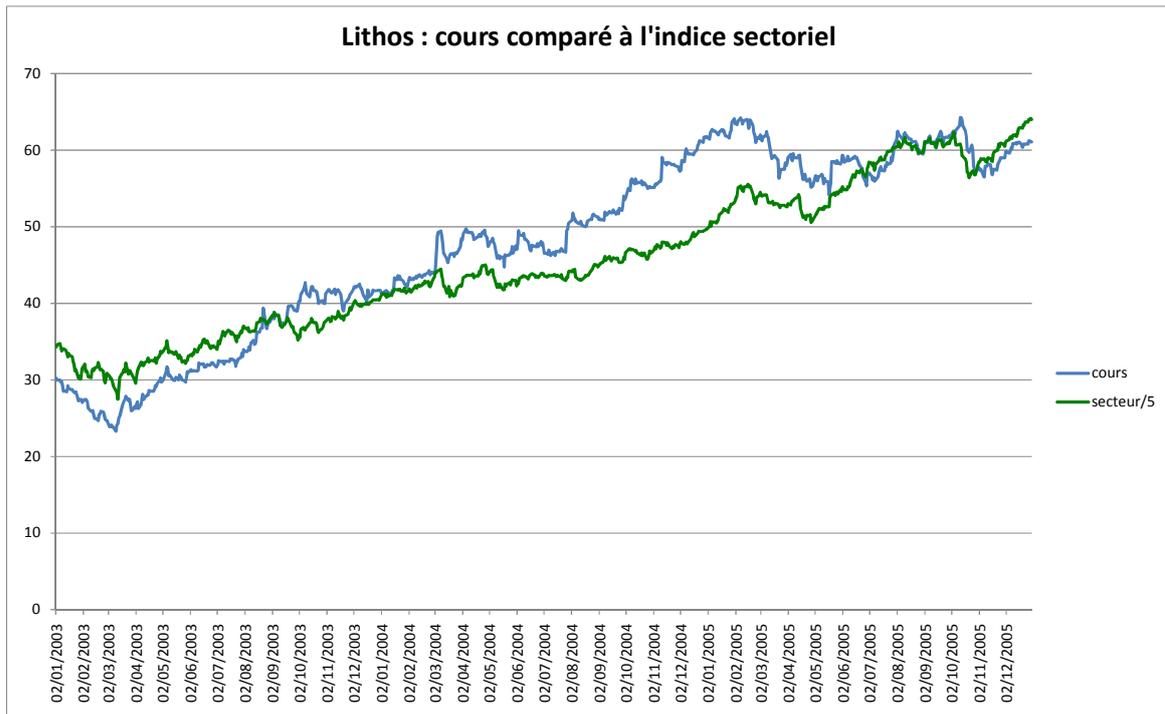
RI-L : *« Les gérants, oui. Clairement, pour vous donner un exemple, quand on déroule l'évolution du cours de Bourse de Lithos au cours des dernières années, en 99 donc Lithos acquiert son principal concurrent [...]. Dans les mois qui ont suivi [...] s'est fait jour en interne bien entendu et auprès de la communauté financière le fait qu'on avait un petit peu plus de difficultés que prévu à absorber ce gros morceau qui faisait notre taille donc on a eu une période de défaveur qui a commencé grosso modo un an après en septembre 2000 et qui s'est arrêtée... le plus bas a été atteint en mars 2003 ; [...] nous avons apporté au marché la preuve que les actions de restructuration annoncées 18 mois plus tôt avaient porté leurs fruits et donc le cours de Bourse a commencé à monter. Et dans cette montée il y a eu deux éléments : il y a eu un analyste financier qui était Daniel Fairclough, de Merrill Lynch, qui a commencé à suivre le groupe et à recommander très fortement à l'achat Lithos, et en même temps un intérêt des Anglo-Saxons qui ont bien vu qu'il y avait une histoire de retournement qui se jouait, donc ça a été la combinaison des deux approches, donc le cours a quasiment doublé entre 2003 et fin 2004 – début 2005 et depuis début 2005 on fait quasiment plus rien le cours est grosso modo plat - plat légère hausse et en tous les cas il a largement sous-performé l'indice et ça c'est également lié aux circonstances de l'entreprise »*

RI-L note donc que le point bas a été atteint en mars 2003, ce que les chiffres confirment bien. Mais elle impute aussi le déclenchement de la montée au rapport de Merrill Lynch et à un « intérêt des Anglo-Saxons », or la note très élogieuse pour Lithos et ré-initialisant la couverture par Merrill Lynch est sortie le 11 avril 2003⁷⁰. Si, comme nous l'avons avancé précédemment, le retournement de mars 2003 en lui-même est principalement lié à une évolution plus générale du marché, la note de Merrill a pu néanmoins avoir un impact réel sur l'ampleur du mouvement haussier par rapport à celui de l'indice sectoriel, ce qui serait cohérent avec la description que fait RI-L.

Cela corrobore en tout cas ce que nous pouvons observer quand nous comparons l'évolution du cours de Lithos avec celle de l'indice Euro Stoxx de son secteur sur la période.

Les chiffres de l'indice sectoriel ont été divisés par 5 pour faciliter la comparaison.

⁷⁰ Elle figure dans notre échantillon avec cette date.



Le mouvement haussier de Lithos, qui a duré presque deux ans (de mars 2003 à février 2005), a parfaitement coïncidé dans le temps avec celui de son indice sectoriel de référence ; il en a différé toutefois par son intensité : de mars 2003 à février 2005, Lithos passe de 23 à 64 euros (+178%), l'indice sectoriel de 137 à 276 (+101%).

De début février à fin avril 2005 le cours de Lithos et l'indice sectoriel sont tous deux orientés à la baisse, mais là aussi le mouvement est plus fort dans le cas de Lithos. En ce qui concerne l'indice sectoriel, nous avons un point haut au 07/02 (276,655) et une rechute jusqu'au 28/04/05 (253,273) (baisse de 8,5%). Pour Lithos le point bas est atteint le 17/05 à 54,15, après une pointe à 64,2 (baisse de 15,7%).

Ensuite la valeur paraît quelque peu « décrocher » de son indice : mouvement de hausse régulier pour l'indice sectoriel, évolution plus chaotique et forte baisse en octobre pour Lithos.

La surperformance par rapport à l'indice sur les 2 ans de mouvement haussier, apparemment liée à la position de Merrill Lynch et de ses clients, paraît aussi dans ce cadre s'inscrire dans un phénomène plus général de volatilité plus accentuée que celle de l'indice. Cette idée est corrélée par A-L3.

Q – Et qu'est-ce qu'on peut dire de son parcours boursier enfin à l'époque 2003-2005 ?

A-L3 : « *Excellent mais je dirais assez volatil parce que la beauté de Lithos je dirais c'est que bon, les tendances à long terme sont plutôt bonnes, mais elle est assez volatile dans l'évolution à court terme enfin trimestre par trimestre tant en termes de volume qu'en termes de prix* »

A-L3 évoque ensuite la diversité des variables à prendre en compte pour analyser la valeur (prix du gaz, coûts de transports, cours relatifs de différentes devises...). Il conclut :

« *Mais disons qu'elle est assez facile à analyser enfin elle est spéciale, disons elle est pas facile à analyser dans le sens où elle a peu de comparables, malheureusement pour elle. [...]* »

Q – D'accord. Et justement est-ce que ça intéresse un type de client particulier ce genre de société un peu de niche un peu pas facile à classer...

A-L3 : « *C'est, ça intéresse, je dirais, les clients qui connaissent assez bien ce secteur [...] et qui vont avoir une vision plus agressive de leurs placements [...] donc ça peut être une bonne société pour des hedge funds ou pour des fonds plus classiques mais avec une gestion plus agressive de leurs avoirs.* »

Un élément susceptible d'expliquer la relative volatilité du cours du titre est son caractère relativement peu liquide, particulièrement si on compare cette valeur aux grands groupes du secteur. On peut rappeler que Lithos, qui est en quelque sorte à la limite supérieure des valeurs moyennes, est aussi une société contrôlée dont le flottant est minoritaire, ce qui veut dire qu'à volume égal un ordre a un effet plus fort sur son cours que sur celui d'un grand groupe dont le flottant est majoritaire. En même temps, cette caractéristique semble bien se combiner avec l'élément d'incertitude ou en tout cas de complexité que comporte le business model de Lithos.

L'approche de Merrill Lynch, consistant à « reclasser » dans un autre secteur la valeur aux yeux des investisseurs anglo-saxons, semble avoir eu quelque effet, ce broker jouant apparemment un rôle dans le mouvement haussier et aussi dans son interruption par un net changement de tendance. Ce rôle ne doit pas non plus être exagéré : Lithos, sur la période, suit à peu près la tendance de son secteur, et la plus grande amplitude des mouvements haussiers et baissiers peut en partie s'expliquer par la faible liquidité du titre. Cela dit, un événement postérieur à la période nous incite à penser que ce travail de reclassement doit être

pris au sérieux : alors qu'à l'été 2008, quand nous avons collecté pour la première fois les indices sectoriels, Lithos était dans l'indice Euro Stoxx des matériaux de construction, ce n'était plus le cas en juin 2010, quand nous avons souhaité vérifier la composition de ces indices : Lithos était désormais classé dans un indice sectoriel intitulé « Ressources de base » (« Basic Resources ») en compagnie de valeurs minières et métallurgiques (Eramet, ArcelorMittal...) mais pas des valeurs classiques de matériaux de construction (Lafarge...) qui ont toujours leur propre indice.

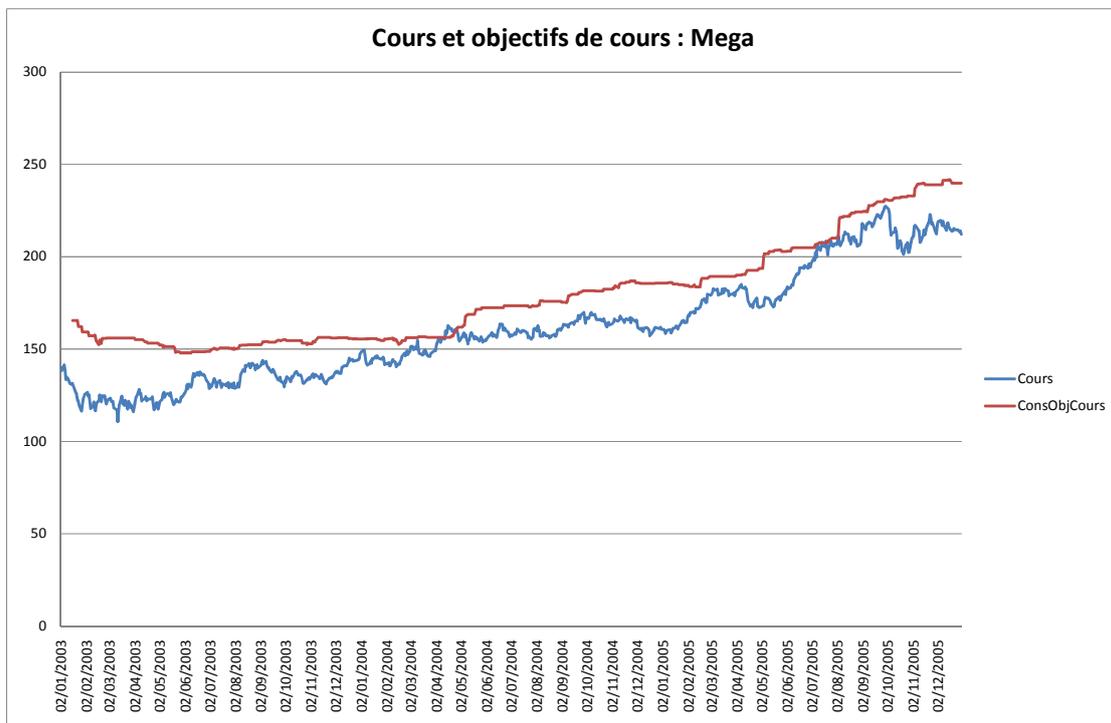
Ce changement s'est produit, soulignons-le, alors que le portefeuille d'activités de Lithos ne s'est modifié de façon importante depuis 10 ans, les acquisitions et cessions réalisées n'ayant pas apporté de changement profond à cet égard. Il semble donc que la difficulté à classer la valeur et le fait qu'on ait du mal à lui trouver des comparables, caractéristiques constantes sur toute la période et se traduisant notamment par une activité très intense de RI-L pour présenter aux gérants son activité de façon à la fois cohérente et singulière, aient fini par se traduire par ce changement de catégorisation, phénomène assez rare pour être souligné. La « décote de légitimité » censée caractériser selon Zuckerman ce type de société, ne semble pas se manifester sur la période que nous avons étudiée, et il semble même que Lithos soit parvenu à reconstruire, à « reconfigurer » sa légitimité, au prix notamment d'un travail de justification et d'explication dont l'intensité même montre qu'il y avait tout de même *potentiellement* un problème.

Le constat que nous pouvons faire sur le cas Lithos sur la période étudiée est que les tendances générales de l'évolution du cours ne paraissent pas déterminées par les fondamentaux des analystes, mais que Merrill Lynch semble avoir joué un rôle pour amplifier les variations constatées et que la représentation positive qu'avaient la plupart des analystes de la valeur sur la période peut avoir contribué à une performance d'ensemble supérieure à celle de l'indice sectoriel de référence. Sur la question de l'amplitude des variations, une certaine prudence doit toutefois être de mise, puisque, de façon plus générale, les caractéristiques propres à Lithos (relative faiblesse du flottant, complexité du modèle d'affaires et diversité des variables susceptibles d'être prises en compte pour valoriser le titre) induisent déjà par eux-mêmes une volatilité plus importante que celle des autres titres du secteur. Cette volatilité, ainsi que, en fin de période, un certain « décrochage » du cours par rapport à l'indice sectoriel, peuvent être liés aussi à la remise en cause de l'appartenance sectorielle de Lithos (et donc des comparables à prendre en compte) qui se manifeste déjà

dans la période étudiée, notamment du fait que l'analyste de Merrill Lynch suivant la valeur est un analyste d'un autre secteur et que son influence particulière auprès des investisseurs internationaux donne une certaine importance à ce reclassement. Une recherche sur la période ultérieure permettrait peut-être de mettre en perspective le changement d'indice sectoriel qui s'est opéré pour Lithos entre 2008 et 2010.

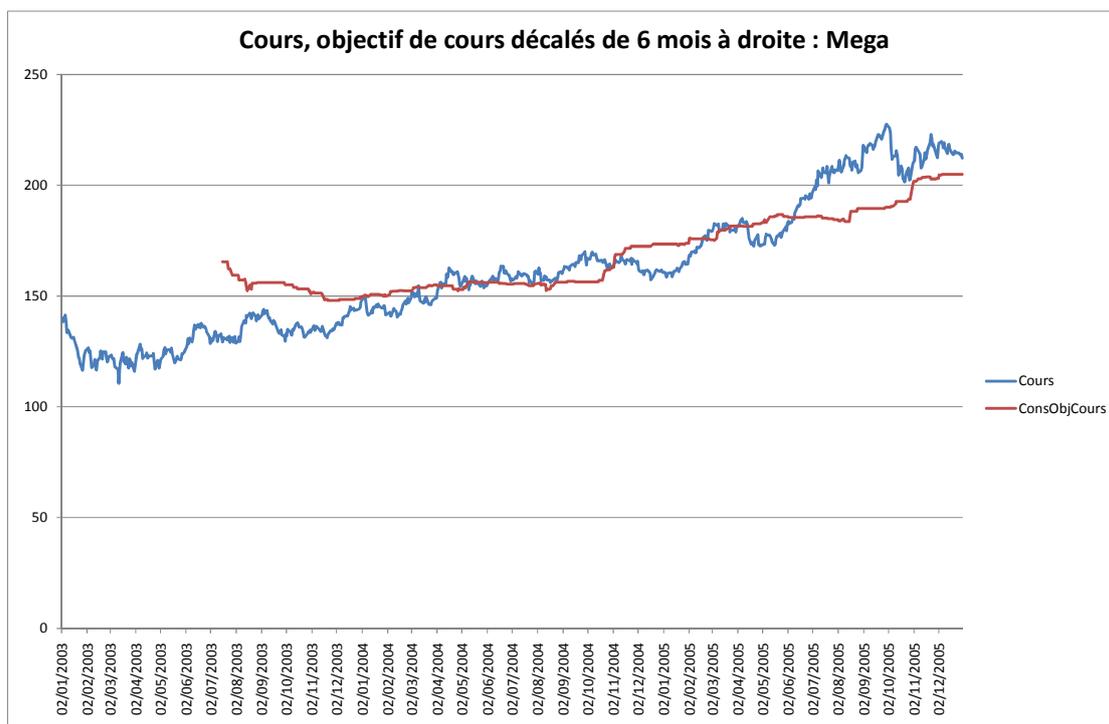
Chapitre 4 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Mega

1. Comparaison directe

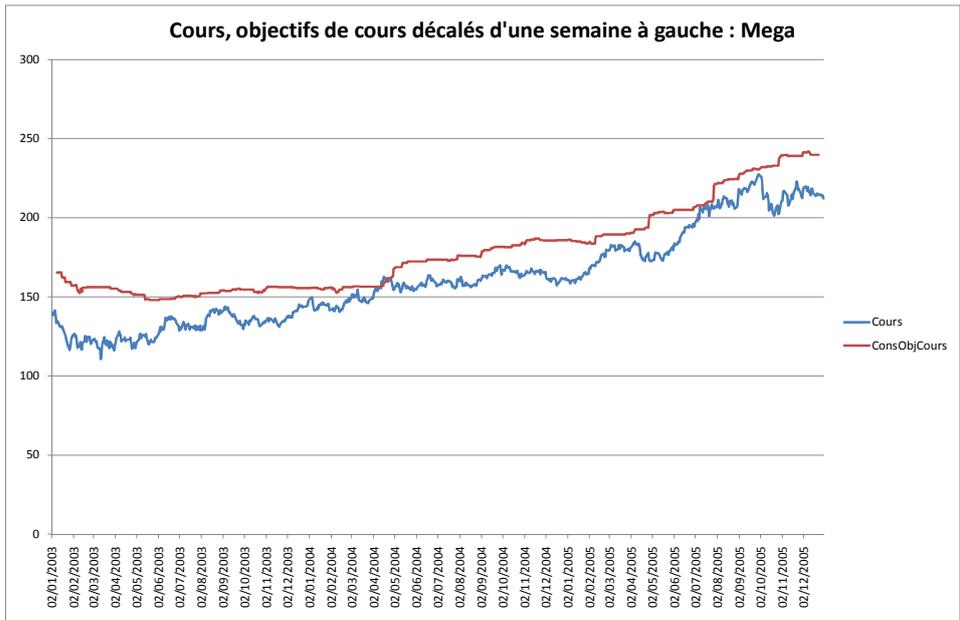


Le coefficient de détermination ressort ici à 90,83%. Le constat est assez similaire à celui que nous avons fait dans le cas Lithos : la courbe des objectifs de cours semble suivre, de façon lissée et avec un léger « biais d'optimisme », celle des cours. Ainsi, début 2003, les cours atteignent un plus bas en mars, les objectifs de cours en mai ; les objectifs « poursuivent sur leur lancée » fin 2005, alors que le mouvement haussier du cours s'interrompt fin septembre.

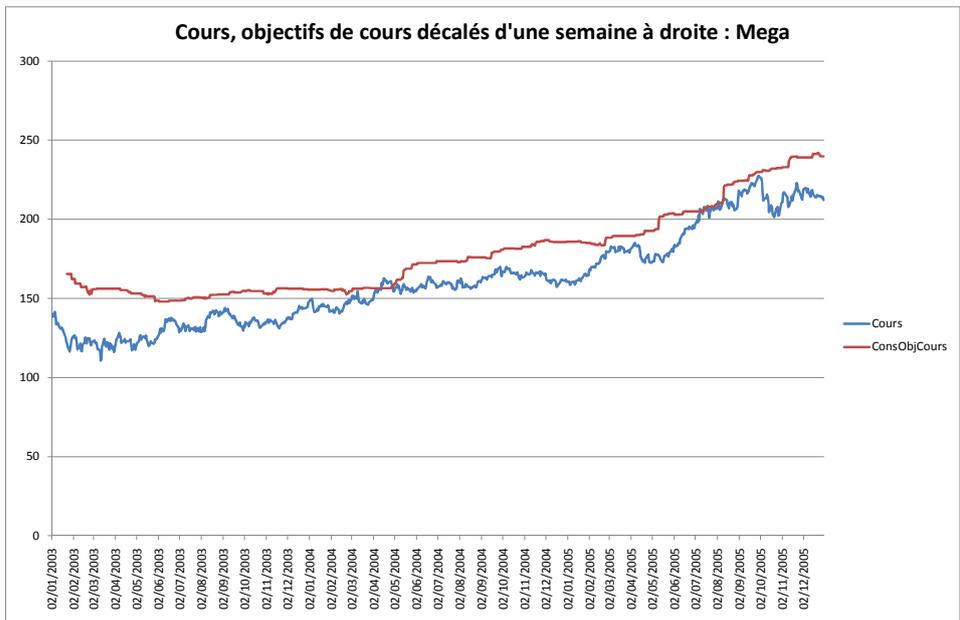
Le décalage de la courbe de consensus d'objectifs de cours de 6 mois vers la droite donne le résultat suivant :



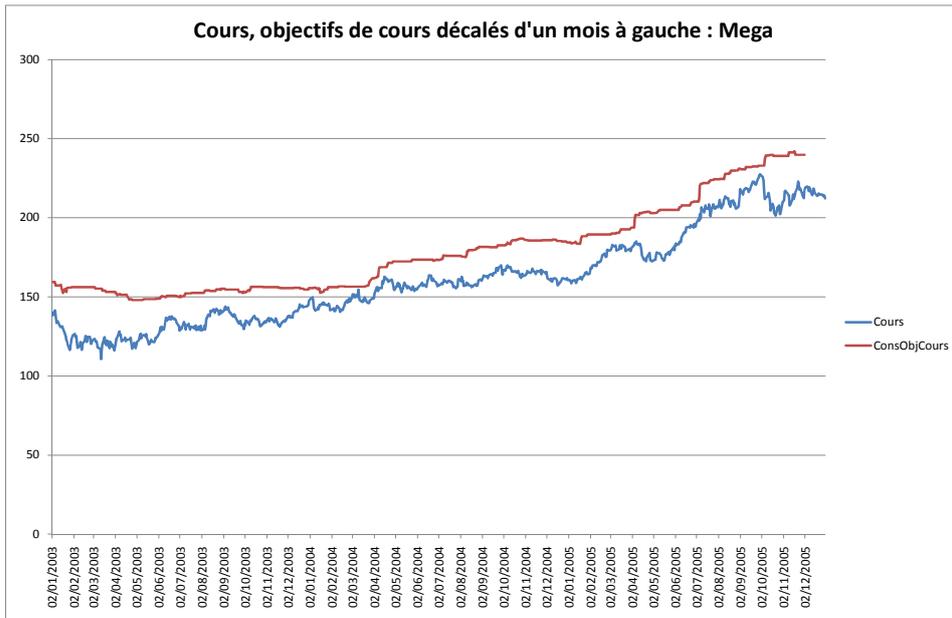
Comme dans le cas Lithos, ce décalage aboutit à un coefficient de détermination légèrement affaibli : 81,29% contre 90,83. Les évolutions du consensus d'objectif de cours apparaissent surtout un peu plus lissées que celles du cours. Les décalages à gauche et à droite d'une semaine puis d'un mois vont nous permettre de voir si la légère tendance au suivisme relevée pour Lithos se confirme dans ce cas pourtant très différent à bien des égards.



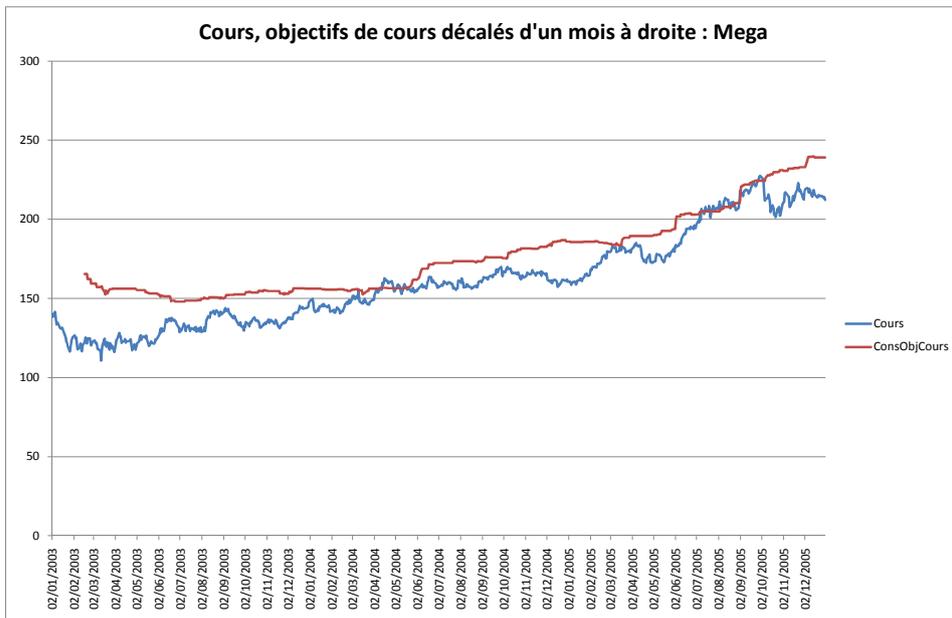
$R^2 : 91,61\%$



$R^2 : 90\%$



$R^2 : 93,46\%$



$R^2 : 88,6\%$

On peut faire le constat d'une grande similitude avec le cas Lithos sur ce plan : les coefficients de détermination, qui sont d'ailleurs du même ordre, varient de la même façon.

Les R^2 décalés à gauche sont plus élevés que le R^2 direct, qui est plus élevé que les R^2 décalés à droite. Les analystes semblent à nouveau, dans leurs objectifs de cours, plus suivistes qu'anticipateurs, encore une fois de très peu.

2. Recherche d'événements

Il convient tout d'abord d'être prudent sur les cas de concomitance avec une des 10 plus fortes variations de l'indice sectoriel : dans cet indice sectoriel de la zone euro, en effet, le poids de Mega qu'il est difficile de dire dans ces cas si la variation du cours de Mega s'inscrit dans un mouvement plus général ou si c'est le poids de cette variation qui a fait fortement varier l'indice sectoriel. Les 3 cas de concomitance avec des mouvements importants du CAC 40 (variations du 12/03/2003, du 13/03/2003 et du 24/03/2003) sont plus clairs.

Une interprétation possible des hausses du 02/05/2003 et du 31/10/2005 serait l'anticipation de quelques jours de bons résultats trimestriels ; cela dit, outre le fait qu'on n'observe pas le même phénomène avant les autres annonces de résultats trimestriels sur la période, on ne voit pas pourquoi les résultats annuels et semestriels auraient moins d'impact que des résultats trimestriels. On peut remarquer aussi que les fondamentaux des analystes sont ici très peu affectés et de façon parfois paradoxale (2 baisses d'objectif de cours de brokers bien classés autour du 02/05/2003).

Plus généralement ces plus fortes variations n'apparaissent clairement pas liées aux changements des fondamentaux des analystes : aucun des 29 changements de recommandation de la période n'apparaît dans les fenêtres d'observation. Sur les 180 changements d'objectif de cours, seuls 18 y apparaissent. Sur les 26 hausses d'objectif de cours effectuées par des brokers bien classés, une seule y apparaît. Sur les 6 hausses d'objectif de cours reprises par les médias, une seule aussi y apparaît.

TABLEAU 12 : RECHERCHE D'ÉVÈNEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES
VARIATIONS DANS LE CAS MEGA

Date	Variation journalière	Evènements
06/02/2003	-3,67%	Indice sectoriel -3,29% 10/02 : annonce d'un CA annuel en baisse de 2,7%.
14/02/2003	+3,61%	19/02 Baisse d'objectif de cours de Lehman (Top 5 Agefi)
12/03/2003	-5,55%	Indice sectoriel -5,15%, CAC 40 -3,62%. Retournement haussier du CAC 40.
13/03/2003	+5,42%	Indice sectoriel +5,20%, CAC 40 +6,31%.
17/03/2003	+3,75%	Indice sectoriel +3,66%
24/03/2003	-4%	Indice sectoriel -3,48%, CAC 40 -5,67%
25/03/2003	+3,57%	Indice sectoriel +3,17%
02/05/2003	+3,4%	Baisse d'objectif de cours Deutsche Bank (Top 5 Agefi). 06/05 Annonce du résultat du 1 ^{er} trimestre. Baisse d'objectif de cours de Lehman (Top 5 Agefi). 07/05 Hausse d'objectif de cours Société Générale (Top 5 Agefi)
08/07/2005	+3,46%	06/07 Hausse d'objectif de cours d'UBS (reprise média)
31/10/2005	+3,41%	04/11 Annonce du résultat du 3 ^{ème} trimestre. Annonce du versement d'un acompte sur dividende le 24/11. Hausse d'objectif de cours de Lehman (Top 5 Agefi).

Au total, sur les 10 plus fortes variations, 3 s'inscrivent clairement dans un mouvement plus général et aucune explication claire et suffisamment plausible en termes de fondamentaux n'apparaît pour les 7 autres.

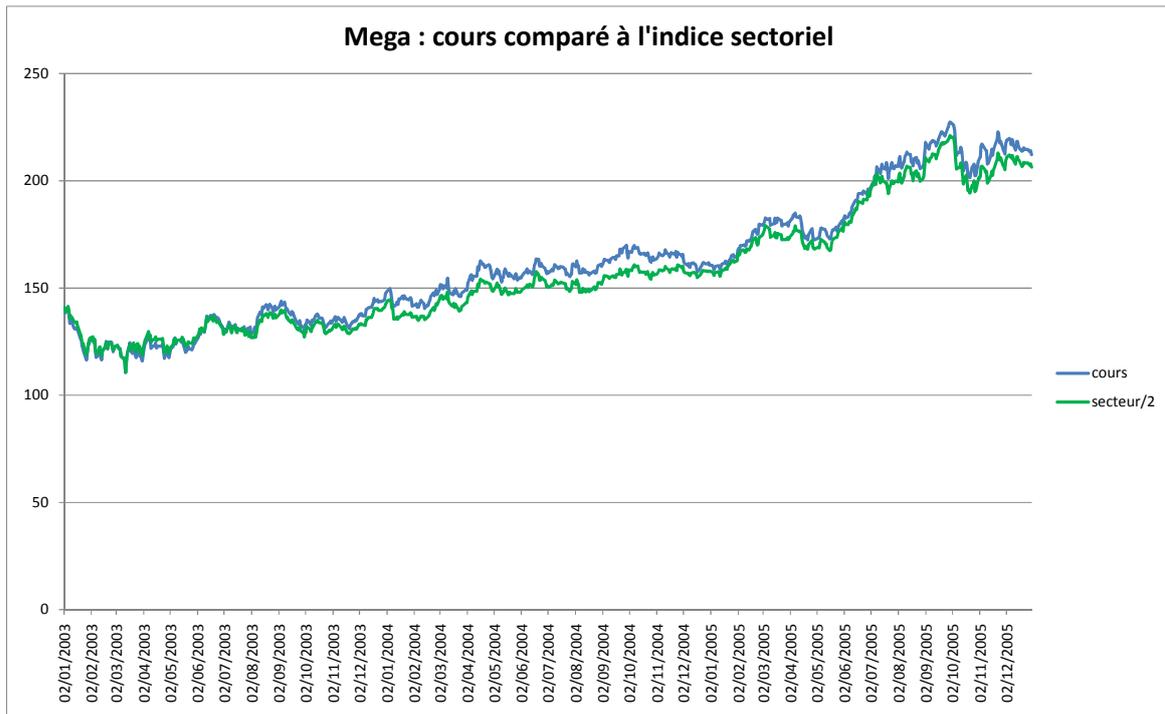
**TABLEAU 13 : RECHERCHE D'ÉVÈNEMENTS SUR LES CHANGEMENTS
DE TENDANCE DANS LE CAS MEGA**

Cas	Date	Sens du retournement	Evènements
Mega	07/04/05	Baissier	08/04 Hausse de l'objectif de cours de JP Morgan (reprise média)
Mega	21/10/05	Haussier	Retournement haussier de l'indice sectoriel

Dans le cas Mega, la concomitance du retournement baissier du 07/04/2005 avec une hausse d'objectif de cours reprise par les médias n'est pas concluante, à la fois parce que le changement de fondamentaux d'analyste se fait dans le sens inverse du changement de tendance et aussi et surtout parce qu'il existe sur la période étudiée 5 autres hausses d'objectif de cours reprises dans les médias qui ne sont pas dans les fenêtres de changement de tendance, une seule apparaissant dans la fenêtre d'une des dix plus fortes variations. Sur le fait que le retournement de l'indice sectoriel se produise en même temps que celui du cours de Mega le 21/10/2005, nous redirons que le poids de Mega dans cet indice doit conduire à la prudence.

3. Éléments de qualification boursière

Le rapprochement avec l'indice sectoriel permet de visualiser assez clairement la similitude des évolutions. Les valeurs de l'indice sectoriel ont été divisées par 2 pour faciliter la comparaison.



L'évolution du cours de Mega suit très fidèlement celle de l'indice sectoriel, mais il faut souligner que le poids du groupe est très fort dans cet indice qui ne regroupe que des valeurs de la zone euro, seulement 13 en tout. Il est donc difficile de tirer des conclusions de cette similitude.

On peut remarquer tout de même, de façon générale, que le cours de Mega n'est pas marqué par de fortes évolutions ou inflexions sur la période étudiée.

Durant ces 3 années, l'événement le plus médiatisé sur Mega a été la filialisation de son activité dans la chimie, finalement cédée pour être cotée à part. Mais A-M1 souligne la portée réduite de l'opération et l'inscrit dans le cadre d'un mouvement général de recentrage qui était commun aux grands groupes du secteur⁷¹.

⁷¹ Et à bien d'autres. Les stratégies de recentrage consistant, pour les grands groupes, à céder les activités ne correspondant pas à leur cœur de métier, ont suivi et accompagné la montée en puissance du capitalisme financier, avec l'idée qu'il revenait aux investisseurs et non aux managers d'arbitrer entre des activités clairement identifiées (Batsch, 2002). Ce type de stratégie s'est largement imposée au cours des années 90 ; en 2004-2005, elle faisait en somme partie du « sens commun managérial » ; sa mise en œuvre par Mega était donc à la fois positivement appréciée par les analystes et peu distinctive, en tout cas pas surprenante et au fond peu « excitante » pour les acteurs des marchés financiers.

Q – Donc je reviens sur l’histoire d’Arkema, dans ces 3 années-là c’était apparemment l’événement le plus important

A-M1 : « *Oui il faut relativiser hein c’est pas grand’chose c’est 3-4% »*

Q – Oui du groupe

A-M1 : « *C’était plus le fait que Mega se recentrait se dégageait un peu de la chimie [...] et puis j’avais fait « et s’ils allaient un peu plus loin ça ferait quoi ? ». C’était pour décliner un petit peu le thème »*

Q – Oui parce qu’effectivement comme c’est une stratégie de recentrage généralement on dit ça c’est bien vu parce que...

A-M1 : « *Parce que c’est l’histoire les marchés financiers préfèrent un groupe pétrolier qui soit un groupe pétrolier et pas un groupe de chimie [...] la chimie malheureusement c’est structurellement c’est compétitif si vous voulez [...] pour les marchés financiers c’est pas ce qu’il y a de mieux... [...]* »

Q – Parce que justement quand vous dites les marchés préfèrent ce qui est focalisé sur un marché mais quand on dit les marchés ça veut dire en fait les gérants

A-M1 : « *Les investisseurs. Sur les valeurs pétrolières. Alors c’est vrai qu’il y a eu la mode alors des groupes très diversifiés après il y a eu la mode aussi du focus bien, il y a aussi un peu des modes hein »*

Q – Oui mais ça c’est clair quand on prend un peu de recul

A-M1 : « *Exactement et en ce moment depuis même un bout de temps BP s’est séparé de sa chimie tout le monde s’est séparé de sa chimie quand vous voyez les investissements tout le monde va amont amont amont upstream »*

Par ailleurs le cas Mega se distingue des 3 autres que nous avons étudiés par sa taille (c’est un des 4 grands groupes mondiaux de son secteur) et sa liquidité (le flottant représente plus de 90% du capital).

Ces caractéristiques ont, sur la relation entre évolution des cours et fondamentaux des analystes, plusieurs conséquences :

- le cours ne peut bouger que sous l’effet de volumes d’ordres très importants allant dans le même sens.

- la capitalisation boursière et le statut international de la valeur font qu’un très grand nombre d’investisseurs sont susceptibles d’intervenir.

- la couverture par les analystes est elle aussi, logiquement, internationale et très diversifiée.

Bien plus que nos autres cas, Mega se trouve ainsi en position de force face aux analystes : à de rares exceptions près, les brokers ne peuvent de permettre d'ignorer ou de négliger ce titre, ne serait-ce qu'en raison de son poids dans les indices. Mega peut ainsi tirer parti du fait qu'il est un point d'attention quasi-obligé. Il est clairement difficile à un analyste de se distinguer dans ces conditions. La position de force de Mega se traduit aussi dans l'organisation des roadshows.

Ce caractère incontournable de la valeur est souligné par A-M2.

A-M2 : « *Ah qu'ils se prennent pour le centre du monde mais ça c'est une maladie très courante. Ah non non ça c'est je suis beaucoup plus gros et je suis beaucoup plus petit hein donc ça ça a rien à voir sauf que je suis... Enfin pour moi ça n'a rien à voir à partir de là je suppose que si on est broker vous pouvez difficilement ne pas suivre le 1^{er} ou le 2^{ème} du CAC 40 mais ça ça relève tellement du bon sens que c'est pas un vrai signe distinctif. [...]* »

Q – Et alors du côté de vos clients gérants justement une très grosse valeur comme Mega ça intéresse tous les types de clients ou enfin c'est...

A-M2 : « *Personne ne peut même... quoi qu'il en pense, ne pas avoir d'avis sur le pétrole, avec la banque c'est les deux plus grosses pondérations donc quand vous avez quelqu'un de Mega qui vient vous voir vous écoutez* »

[...]

Q – Est-ce que c'est quelque chose qu'on doit avoir parce que ça fait partie du CAC 40... Ca dépend du mode de gestion en fait

A-M2 : « *Ca certainement et en France vous êtes plafonné vous avez le problème inverse parce que en France dans une SICAV France classique ou Europe classique surtout France classique vous pouvez pas avoir plus de 10% d'une valeur or le poids de Mega est supérieur à ça dans le CAC donc de toute façon...* »

Q – On ne peut pas y échapper

A-M2 : « *Vous y échappez assez difficilement puisque de toute façon vous êtes en sous-pondération technique et donc il faut que vous trouviez après qu'est-ce que vous voulez mettre à côté ou pas et donc de toute façon vous écoutez pour savoir ce qui se passe... et vous avez jamais, enfin quelqu'un qui n'a pas du tout de Mega c'est parce que c'est un hedge pour*

une raison qui lui appartient et qu'il estime que ça n'a aucun intérêt voilà et qu'il a pas du tout ce mode de gestion. Si vous êtes dans une forme indicielle vous en avez une partie après ce à quoi ça sert c'est à savoir combien vous en mettez est-ce que vous allez en mettre plus que l'indice moins que l'indice la même chose que l'indice voyez c'est ça, mais du pétrole en tant que tel c'est comme la banque faire une impasse 100% dessus c'est difficile »

Nous nous pencherons dans la troisième partie sur le complexe de relations dans lequel s'inscrivent les analystes sell-side, mais on peut déjà remarquer à ce stade que, dans le cas de Mega, l'apparente absence d'influence des fondamentaux des analystes sur l'évolution du cours se comprend dans le contexte d'un groupe qui se trouve en position de force vis-à-vis des analystes et même des investisseurs. L'actionnariat de Mega est très dispersé, et la taille et les atouts stratégiques du groupe, lui-même issu d'une fusion, le rendaient difficilement « opérable ». Cette situation donne de réels atouts à la direction du groupe dans ses relations avec la communauté financière. Certains passages des entretiens sont assez révélateurs à cet égard.

RI-M, par exemple, dans son travail de communication, ne se perçoit pas spontanément comme demandeur (« *On est en contact avec tous ceux qui souhaitent être en contact avec nous* ») et présente comme une exception les roadshows, comme représentant le seul cas où c'est la société qui recherche le contact :

« les roadshows sont fondamentalement à part, pourquoi ? Parce que c'est l'unique occasion où c'est la société qui sollicite ses actionnaires ou tout type d'investisseur d'ailleurs qu'il soit actionnaire ou pas avec l'espérance qu'il le devienne donc c'est bien la société qui va solliciter un contact, mais je dirais tout le reste du temps on est plutôt dans un système où nous sommes sollicités »

Or, selon A-M2, même dans ce cas, la situation est largement sous le contrôle de la société : dans les roadshows de Mega, le rôle du broker est strictement réduit à celui d'organisateur matériel.

A-M2 : « *Vous exprimez un moindre doute sur une stratégie et vous mettez que vous êtes en « alléger », pfuit, plus aucun roadshow, d'accord, donc il y a un jeu de con qui consiste à faire en sorte de laisser en « renforcer » surtout quand nous n'avons pas de « neutre » et de mettre un objectif de cours qui est très près du cours. Ah comme ça on en a 25, hein, de jeux imbéciles ou alors vous mettez un titre hyper... »*

Q – Cela c'est pour prendre pas de risques quoi

A-M2 : « *Essayer de ne pas prendre le risque de, essayer de mettre son opinion sans tout à fait passer en négatif parce que ça a un prix [...] »*

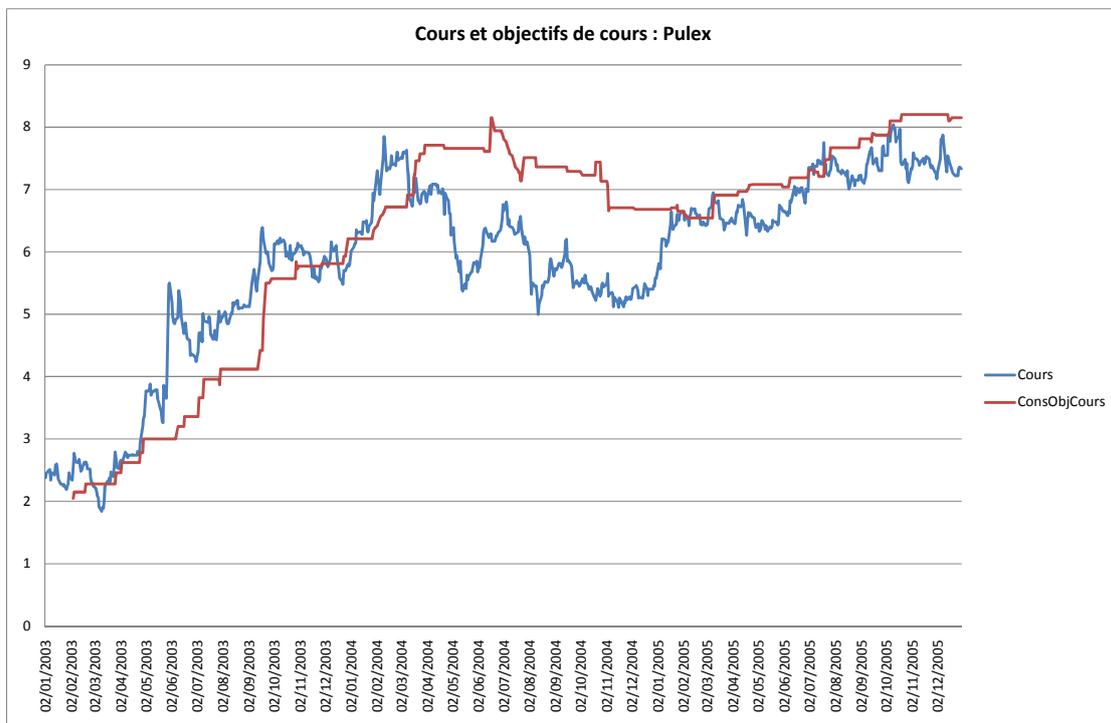
Q – Et là les roadshows en fait c'est organisé par qui en fait c'est organisé par les sociétés de courtage ou c'est organisé par les émetteurs ou ça dépend des cas enfin c'est...

A-M2 : « *Non... Personne vous a expliqué ? C'est quelque chose qui est physiquement, pratiquement, organisé par le broker mais en fait qui est alloué par... C'est un temps de management vers une destination qui est alloué par la société, donc vous avez le droit d'aller passer une journée à Milan avec le directeur financier tel jour telle heure [...]... Mais ça relève, avec des sociétés comme Mega, ça relève de l'agence de voyages, hein, pour ce qui nous concerne, parce qu'ils nous disent exactement qui ils veulent voir, qu'est-ce qu'il faut faire et ainsi de suite, ce qui est pas le cas sur des sociétés plus petites où c'est plus intéressant souvent. »*

Nous relevons ces passages pour souligner que, dans les autres cas, nous ne relevons pas ce type d'observation : le responsable relation investisseurs ne présente pas son travail de la même façon, les roadshows sont présentés de façon différente, le jeu relationnel est bien différent. Nous y reviendrons plus spécifiquement dans le cours de la troisième partie.

Chapitre 5 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Pulex

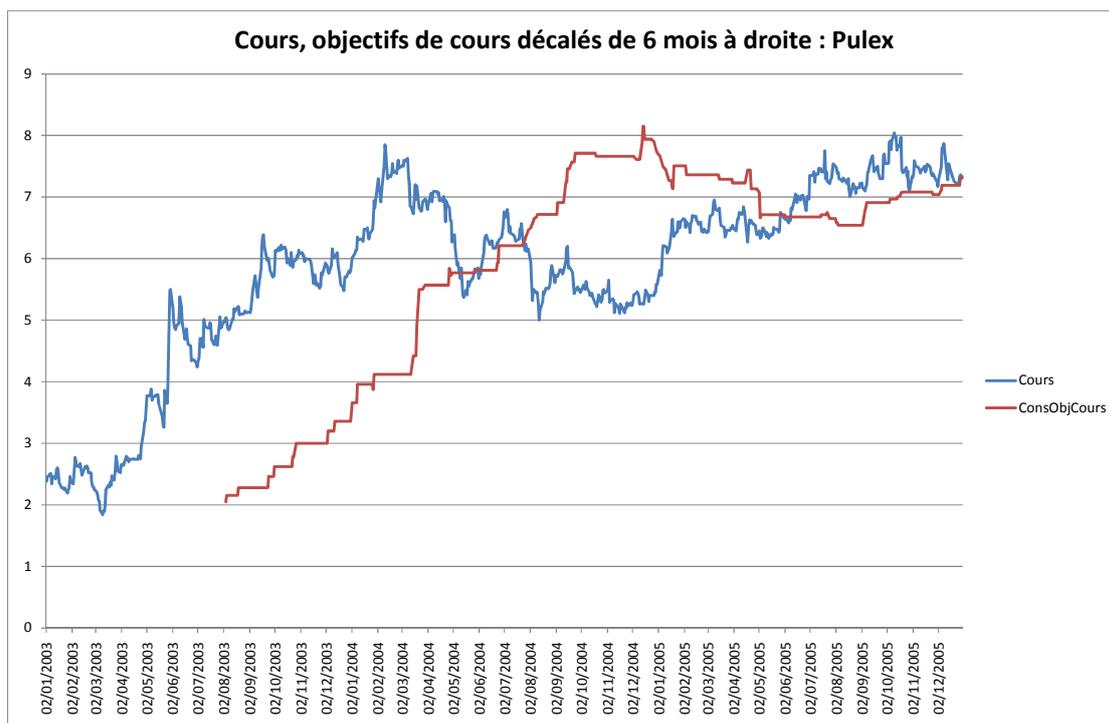
1. Comparaison directe



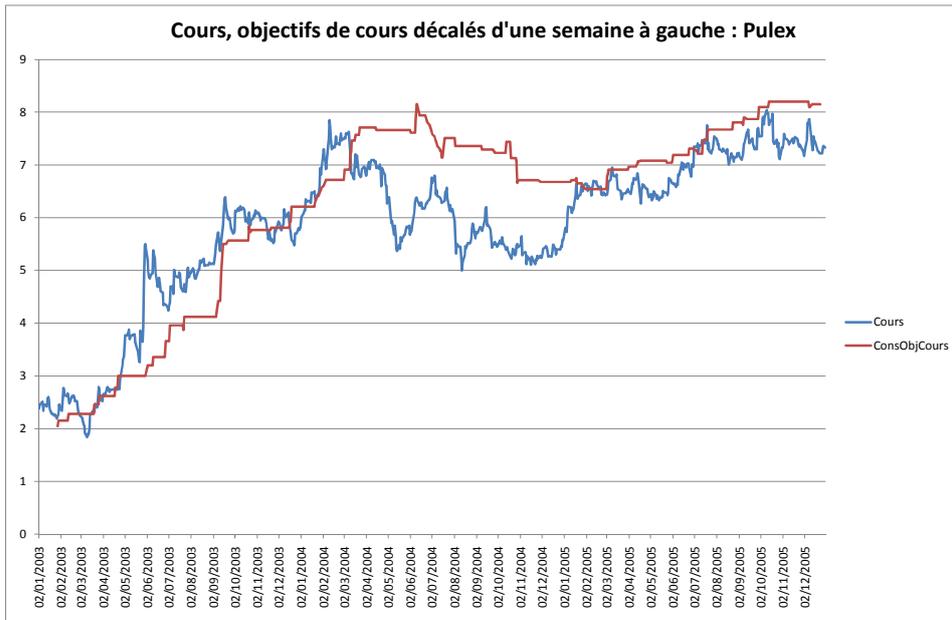
Nous obtenons ici un coefficient de détermination important mais sensiblement moindre que dans les autres cas, à 73,5%. Là aussi, et peut-être d'ailleurs plus nettement que dans les deux cas précédemment observés, les objectifs semblent « à la remorque » des cours ; ces derniers étant plus volatils et enregistrant des variations plus brutales, ils ont, dirait-on, un peu plus de mal à suivre le mouvement (ce que traduit le chiffre un peu moins élevé du coefficient de détermination). Il est difficile de parler d'optimisme des analystes au vu de ces courbes, dans la mesure où le consensus des objectifs reste inférieur au cours jusqu'en mars

2004, mais on remarque en même temps, comme dans le cas Lithos, que le mouvement baissier du cours est répercuté de façon moins nette que le mouvement haussier : la baisse du cours de février à août 2004 paraît trouver un répondant dans une baisse des objectifs de juin 2004 à février 2005, mais cette baisse est sensiblement moins accentuée.

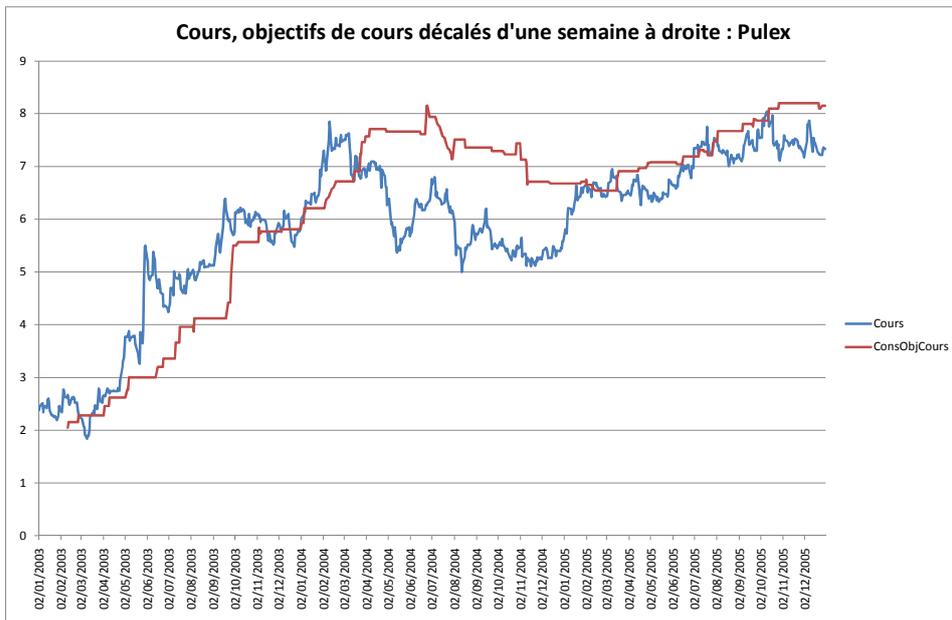
Si les analystes semblent avoir du mal à suivre le cours, on peut penser qu'ils ont plus de mal encore à l'anticiper. Nous le vérifions en décalant la courbe de consensus d'objectifs de cours de 6 mois vers la droite.



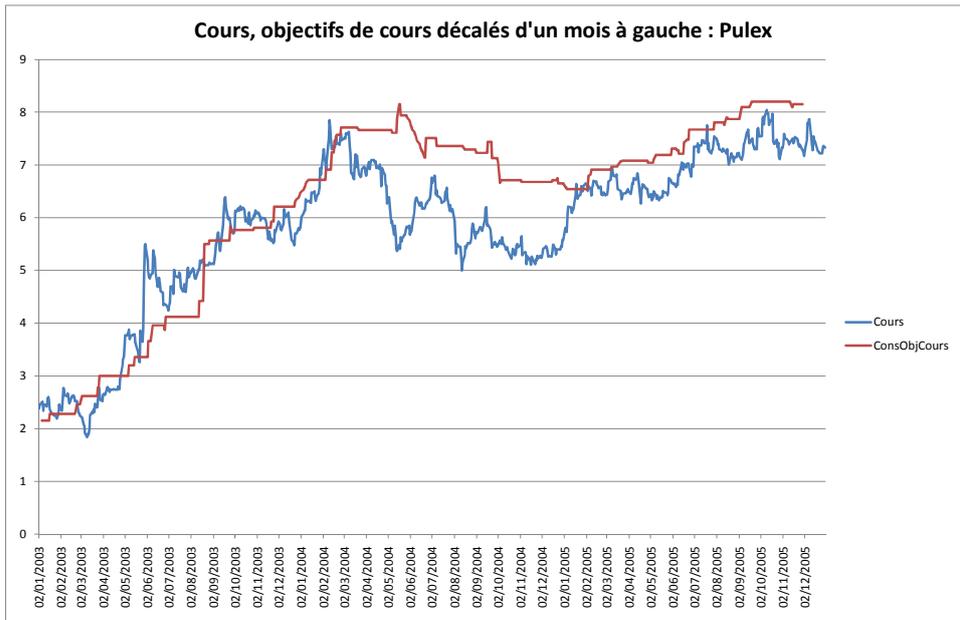
Le coefficient de détermination tombe ici au niveau spectaculairement bas de 4,44%, ce qui témoigne d'une claire absence de pertinence des objectifs s'ils sont considérés comme des objectifs à 6 mois. Sur des horizons plus rapprochés, l'hypothèse de suivisme est à nouveau documentée en décalant la courbe de consensus d'objectif de cours d'une semaine puis d'un mois vers la gauche et vers la droite.



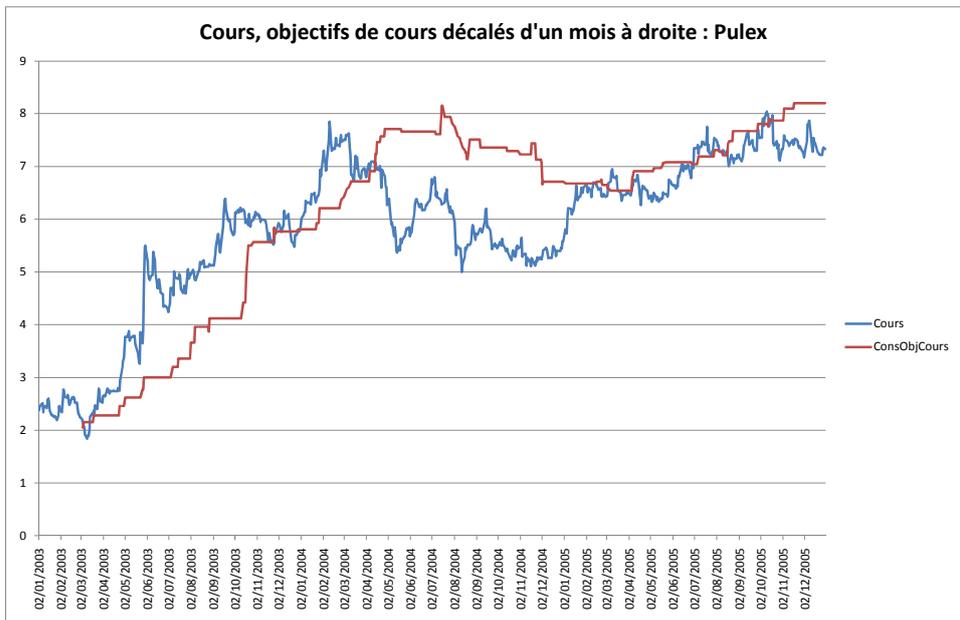
$R^2 : 76,15\%$



$R^2 : 70,48\%$



$R^2 : 83,3\%$



$R^2 : 61,07\%$

Le sens dans lequel varient les R^2 est toujours le même que dans les deux cas précédents : le décalage à gauche les fait toujours monter par rapport à leur valeur directe, et le décalage à droite toujours baisser. Le niveau général des coefficients de détermination est

notablement plus faible que dans les cas abordés précédemment, et en même temps le caractère plus suiviste qu'anticipateur des objectifs de cours se confirme tout à fait.

2. Recherche d'événements

La hausse du 14/03/2003 est la seule variation clairement liée à une évolution générale. Le lien paraît par ailleurs difficile à établir entre des annonces de chiffre d'affaires ou de résultat plutôt négatives et décevantes et de fortes hausses du cours, qui sont concomitantes dans 4 cas.

TABLEAU 14 : RECHERCHE D'ÉVÈNEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS PULEX

Date	Variation journalière	Evènements
04/02/2003	+9,4%	Annonce de CA annuel en baisse de 9,1%
14/03/2003	+12,5%	12/03 : Retournement haussier SBF 120 14/03 : Indice sectoriel +6,06%, Cac Mid & Small +2,82%
26/03/2003	+9,84%	Annonce du résultat annuel 2002 (perte nette de 27 M€, contre 21,7 en 2001).
28/04/2003	+8,84%	Annonce du CA du 1 ^{er} trimestre (+0,2%). 29/04 Hausse d'objectif de cours de Crédit Suisse (Top 5 Agefi, reprise média)
02/05/2003	+11,87%	
23/05/2003	+18,4%	
28/05/2003	+20,61%	
29/05/2003	+15,4%	
09/07/2003	+9,87%	
28/07/2003	+10,02%	29/07 : annonce du CA du 1 ^{er} semestre (-7,6%).

La hausse du 28/04/2003 précède immédiatement une hausse d'objectif de cours formulée par un broker bien classé (Crédit Suisse) et reprise par les médias. Son caractère explicatif n'est pas établi, dans la mesure où il existe sur la période une autre hausse d'objectif de cours de même type (Société Générale le 10/03/2005), qu'on ne peut mettre en relation avec une évolution notable du cours et qui ne présente pas de différence notable avec la précédente quant aux types de valorisation et d'argumentation mobilisés. Outre ces deux

hausse d'objectif de cours formulées par des brokers bien classés et reprises par les médias, on trouve sur les 3 années étudiées deux autres hausses d'objectif de cours formulées par des brokers bien classés (Crédit Suisse le 31/10/2003, Crédit Suisse à nouveau le 17/03/2004), qui ne présentent guère de traits distinctifs. Dans les 4 cas, la hausse d'objectif de cours est toujours fondée sur une hausse du DCF (discounted cash flow), elle-même fondée sur des hypothèses conduisant à relever les anticipations de cash-flow sur la base d'une revalorisation des perspectives des marchés finaux. Le plus argumenté des 4 paraît plutôt être celui du 17/03/2004, qui prend appui sur les résultats annuels 2003 et prend appui sur les chiffres et prévisions formulées par diverses sources sur le secteur et sur les annonces du management pour estimer que Pulex passe « *d'une histoire de restructuration à une histoire de croissance* ».

Nous pouvons noter par ailleurs que l'explication donnée par les médias financiers sur les spectaculaires hausses de fin mai 2003 est l'annonce le 23 mai de l'acquisition par un grand groupe du secteur d'une petite société italienne présente sur le segment de marché de Pulex à un prix considéré par les commentateurs comme très élevé. Reuters reprend par ailleurs ce même jour un point de vue d'Aurel Leven, qui pense que d'autres grands groupes pourraient faire de même sur d'autres acteurs du secteur, ce qui alimente l'idée selon laquelle Pulex pourrait être dans ce cas une cible fortement valorisée. Remarquons tout de même que cette information et son interprétation concernent plus le secteur dans son ensemble que Pulex en particulier et aussi que, même si le scénario envisagé par Aurel Leven ne s'est pas concrétisé, le cours de Pulex n'en a pas moins poursuivi son ascension par la suite.

Dans l'ensemble nous ne trouvons pour aucune des 10 plus fortes variations d'explication solide basée sur les fondamentaux, une de ces variations s'inscrivant dans un mouvement plus général.

**TABLEAU 15 : RECHERCHE D'EVENEMENTS SUR LES CHANGEMENTS
DE TENDANCE DANS LE CAS PULEX**

Cas	Date	Sens du retournement	Evènements
Pulex	08/03/04	Baissier	11/03 : CAC Mid & Small - 2,04%
Pulex	10/10/05	Baissier	

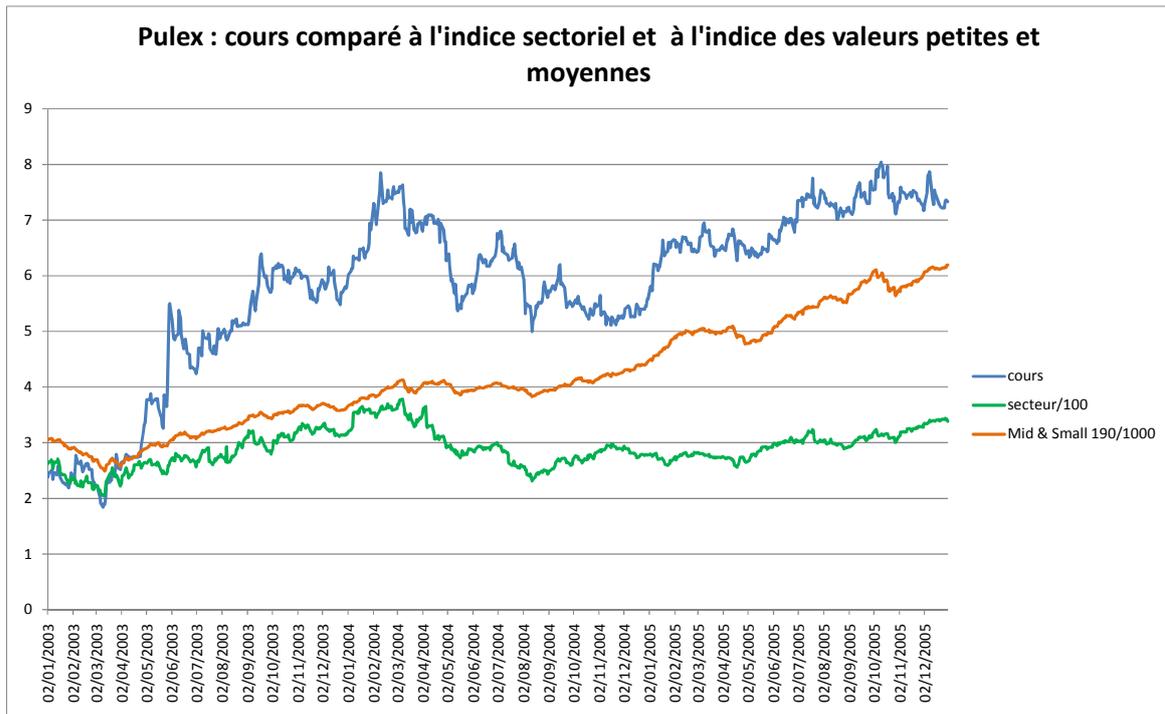
Pour Pulex, aucun lien entre les deux changements de tendance et un événement significatif sur les fondamentaux ne peut être relevé ; la concomitance signalée avec une des plus fortes variations de l'indice des valeurs françaises petites et moyennes n'est par ailleurs pas significative, cette variation n'apparaissant pas, au vu de la courbe de l'indice, comme correspondant à une véritable inflexion.

3. Eléments de qualification boursière

Dans les années précédant la période étudiée, Pulex, valeur de haute technologie, avait été prise dans le mouvement général de la bulle Internet, atteignant des valorisations très élevées en 2000. Comme l'ensemble des valeurs Internet, Pulex chute en 2001 et 2002. Mais 2003 est caractérisé par une forte remontée : cette année-là, c'est la valeur qui affiche la plus forte hausse du SBF 120. Après un repli sensible à partir de mars 2004, le cours franchit à nouveau la barre des 7 euros à l'été 2005.

La comparaison sur la période étudiée avec, d'une part, l'indice de valeurs petites et moyennes Cac Mid & Small 190 (dont Pulex faisait partie), d'autre part l'indice Euro Stoxx des valeurs technologiques (dont Pulex ne faisait pas partie) confirme que, sans faire partie de l'indice, Pulex a un parcours boursier qui ressemble plus à celui des valeurs importantes de son secteur qu'à celui des valeurs petites et moyennes dans leur ensemble.

Les valeurs de l'indice sectoriel « Technologie » ont été divisées par 100, celles de l'indice « Mid & Small 190 » par 1000 pour faciliter la comparaison.



Alors que l'indice Cac Mid & Small 190 se caractérise sur la période par une hausse régulière et modérée, un peu plus accentuée la troisième année, l'indice des valeurs technologiques tout comme le cours de Pulex se caractérisent par :

- un mouvement haussier net du 10 mars 2003 au 8 mars 2004.
- un mouvement baissier net du 8 mars au 13 août 2004.
- par la suite une évolution globalement haussière mais assez peu marquée, Pulex « décrochant » de l'indice sectoriel fin 2005 avec une correction baissière.

Les deux premiers mouvements sont bien synchronisés, mais, dans le cas de Pulex, la hausse est beaucoup plus spectaculaire : +314,7% du 10/03/03 au 08/03/04, alors que l'indice sectoriel ne progresse « que » de 84,8% sur cette période. La baisse de mars à août 2004 est en revanche de même ampleur : -34,5% pour Pulex, -38,3% pour l'indice Technologie.

Comme dans le cas de Lithos, le surcroît de volatilité par rapport à l'indice sectoriel s'explique sans doute en partie par la faiblesse du flottant, qui fait qu'à volume d'ordre égal l'évolution subséquente du cours est bien plus marquée que pour un titre très liquide. Ici le phénomène est plus marqué que dans le cas de Lithos, puisque la société est de plus petite taille et que la proportion de flottant dans le capital est encore plus faible.

D'importance modeste et solidement contrôlée par un actionnariat familial, Pulex apparaît comme une valeur plutôt délaissée par les grands brokers, même par ceux qui s'intéressent à son secteur ; peu liquide et très volatile, elle semble plutôt intéresser les petits brokers et peut-être aussi les petits porteurs, ce que l'on peut lier à l'attention disproportionnée des médias financiers, qui sollicitent beaucoup les analystes sur cette valeur. Pulex faisait partie de ces petites sociétés cotées peu connues du grand public mais suscitant l'intérêt des médias de conseil financier et du cœur de leur lectorat, composé de petits porteurs, en raison précisément des possibilités de « coups » boursiers que peuvent offrir de petites valeurs peu liquides et au business model relativement complexe.

Les deux analystes ayant couvert la valeur que nous avons interviewé présentent deux interprétations différentes de l'évolution du cours dans la période étudiée : A-P1 met l'accent sur la volatilité de la valeur, qu'il lie à l'incertitude sur le mode de qualification de l'information du côté des investisseurs quant à ce type de secteur ou de sous-secteur. Il décrit un processus d'apprentissage, comme si les fortes variations du cours à la hausse ou à la baisse témoignaient d'une phase de tâtonnements, d'essais et d'erreurs, avant de trouver des repères stables. De son côté A-P2, qui souligne les atouts du positionnement particulier de la valeur, voit dans le redressement du cours sur la période que nous étudions une simple traduction de la reconstitution des marges et des résultats après la période difficile des années 2001-2002.

A-P1 : *« Comme la plupart des secteurs en fait qui sont un peu nouveaux, bon c'est pas très nouveau mais c'est quand même un peu nouveau par rapport à des secteurs comme la grande distribution le pétrole etc., il y a beaucoup de volatilité parce qu'il y a beaucoup d'interrogations sur le modèle. C'est-à-dire que, finalement, quelle est la marge normative de ce secteur, quelle est la croissance qu'on peut y attendre, quelle est la structure de cash-flow par exemple ? Ce que le marché a encore du mal à appréhender dans ce secteur c'est que c'est finalement une société qui s'apparente à la technologie mais qui finalement plutôt, je crois, c'est plutôt un modèle industriel haut de gamme à forte valeur ajoutée donc c'est pas très différent finalement d'un modèle industriel. Bon, ce qui important aussi dans ce secteur c'est de voir que finalement pour un modèle industriel c'est très peu consommateur de cash [...] bon ça c'est un deuxième facteur. Je dirais que c'est des facteurs que le marché découvre*

finalement au fur et à mesure que le marché progresse. Troisième point c'est la croissance bon on a vu qu'il y a eu une crise donc très forte en 2001-2002 sur la téléphonie mobile, les sociétés leaders dans les cartes à puce ont essentiellement fonctionné sur la téléphonie mobile, ça a fait énormément de dégâts avec des sociétés en perte etc., qui se sont restructurées qui se sont consolidées, et aujourd'hui on se trouve avec effectivement des sociétés qui ont toujours un business très important en téléphonie mobile [...] mais globalement avec un camembert d'activités qui est en train de s'ouvrir, notamment l'identité, la sécurité, qui sont des chantiers nouveaux, prometteurs mais aussi le paiement etc. [...] Maintenant la difficulté pour le marché c'est d'appréhender quelle est la structure de cash-flow qui peut être pérennisée dans le temps c'est à partir de là qu'on trouvera effectivement, c'est à ce moment-là que la volatilité commencera à diminuer sur le titre. »

Q – D'accord

A-P1 : « C'est-à-dire que j'entends beaucoup dire que le marché a toujours raison ; moi je suis un peu surpris d'entendre ça parce que finalement avec la volatilité importante qu'il y a sur le marché, moi j'ai l'impression que c'est plutôt l'inverse, c'est-à-dire que le marché a tort en permanence, ce qui explique la volatilité très très forte, et que en fait il y a une espèce d'assimilation historique, finalement, d'un secteur qui fait que au bout d'un moment la volatilité diminue. On l'observe par exemple dans les semiconducteurs, finalement le marché s'est habitué à ces cycles à la récurrence en fait des problèmes comment dire de capex qui augmentent et puis ensuite qui redescendent [...] donc je pense que pour les cartes à puce eh bien il arrivera un moment où finalement la volatilité diminuera. »

A-P2 : « le rebond de Pulex boursier est lié à une recovery de la société. N'oubliez pas que il y a eu la bulle 2001 et puis derrière il y a eu effectivement plutôt en 2001 le fait tout simplement que tous les acteurs du métier de la carte à puce avaient en 2000 investi comme des fous euh il faut savoir qu'un Gemplus seul à l'époque avait la capacité seul d'adresser l'intégralité du marché des cartes à puce et vous avez eu en 2001 un marché des cartes à puce qui est resté en croissance mais qui a progressé de 10% alors qu'auparavant on était sur des pourcentages beaucoup plus importants. Donc il y a eu une crise dans l'industrie de la carte à puce qui s'est traduite tout simplement par un effondrement des marges des uns et des autres et qui s'est traduit par une baisse des cours de Bourse [...]. Pourquoi le titre effectivement en 2004-2005 s'est fortement repris ? Eh bien ce qui s'est passé c'est que premièrement Pulex s'est restructuré, deuxièmement le marché est reparti [...]. Donc

forcément tout ça s'est traduit par une amélioration de la marge opérationnelle des uns et des autres et il est vrai que chez Pulex plus qu'un Gemplus à l'époque qui était justement en phase de restructuration beaucoup plus lourde [...] eh bien Pulex lui a bénéficié finalement de son avantage qui était le fait que il était petit certes il était petit il avait peut-être un peu moins surinvesti que les autres peut-être aussi que il n'avait pas les mêmes problèmes de politique interne [...] donc tout ça a fait que la société a vu sa marge s'améliorer mais plus dans une ampleur plus marquée que celle des autres, c'est tout simplement corrélé à ça l'appréciation d'un titre. »

Si l'on se demande si l'évolution du cours de Pulex est déterminée par les fondamentaux sur la période, la réponse serait positive selon cet analyste. La perspective d'A-P1, mettant l'accent sur la logique de cette évolution sur une durée plus longue, met l'accent quant à elle sur l'« apprentissage » progressif par « le marché » du business model de la société. Mais si nous revenons à la question qui nous occupe dans cette partie, qui est de savoir si l'évolution du cours est déterminée ou non par les fondamentaux des analystes, la réponse sera une fois de plus plutôt négative, contrairement à ce que semble dire A-P1 qui, un passage de l'entretien où il n'est pas explicitement question de Pulex, remarque que, sur une petite valeur qui a peu de flottant et qui est peu couverte, l'impact d'un analyste peut être significatif.

A-P1 : *« quand vous êtes analyste financier et que vous vous exprimez sur une valeur qui est très peu connue du marché et qui est très peu liquide ça a un impact fort »*

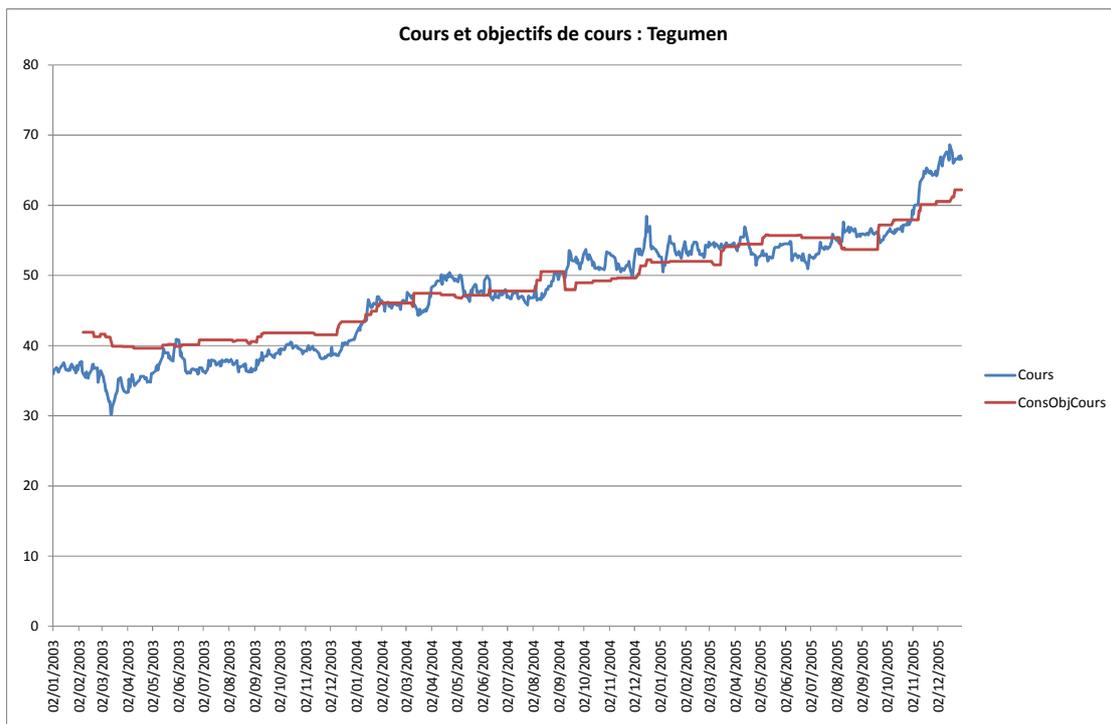
Q – D'accord... oui et puis ça dépend s'il y a beaucoup d'intervenants ou pas

A-P1 : *« Voilà. Si vous êtes le seul analyste sur une société qui a très peu de flottant et qui fait 20 millions d'euros de capi ça peut avoir un impact très fort »*

Ce sont plutôt, d'après ce que nous montrent nos observations, les positions des analystes qui ont suivi, avec quelques décalages, l'évolution du cours. Un moment où ce décalage est visible est mars 2004 : au moment où le cours de Pulex entame un repli, le consensus d'objectifs de cours est encore en pleine ascension, ce qui fait que les courbes se croisent. Un facteur susceptible de jouer dans le cas particulier de Pulex est le rôle supposé des petits porteurs : ces derniers, en effet, ne sont pas le public visé normalement par les analystes sell-side.

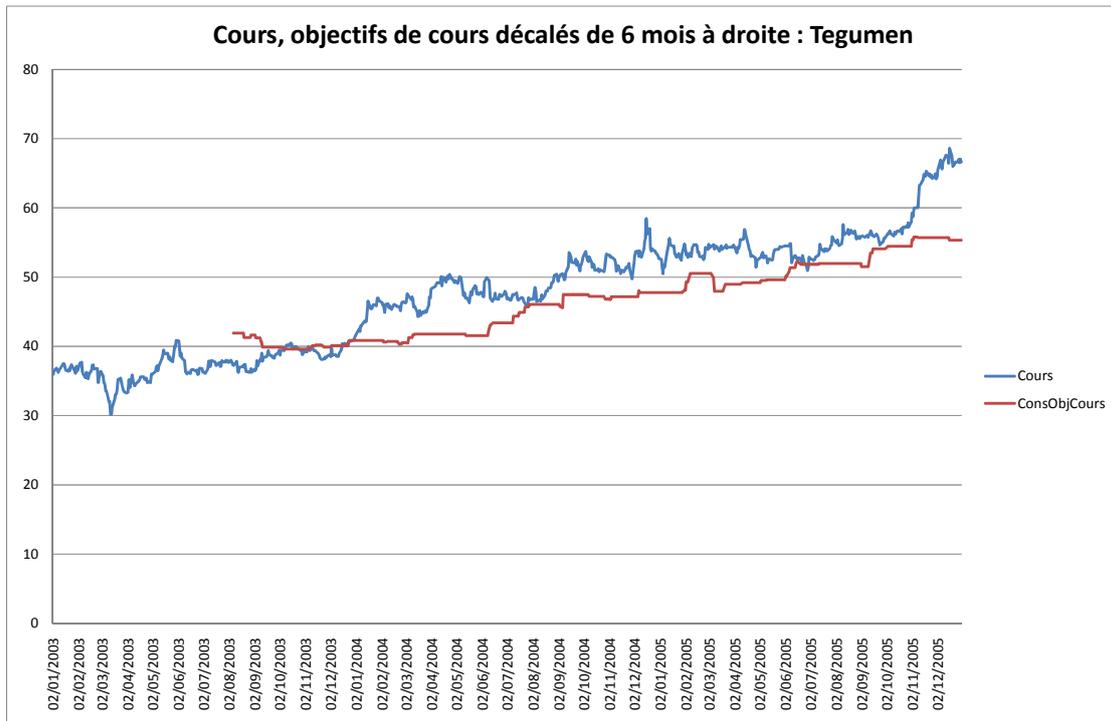
Chapitre 6 : Evolution des cours et fondamentaux des analystes dans le cas Tegumen

1. Comparaison directe

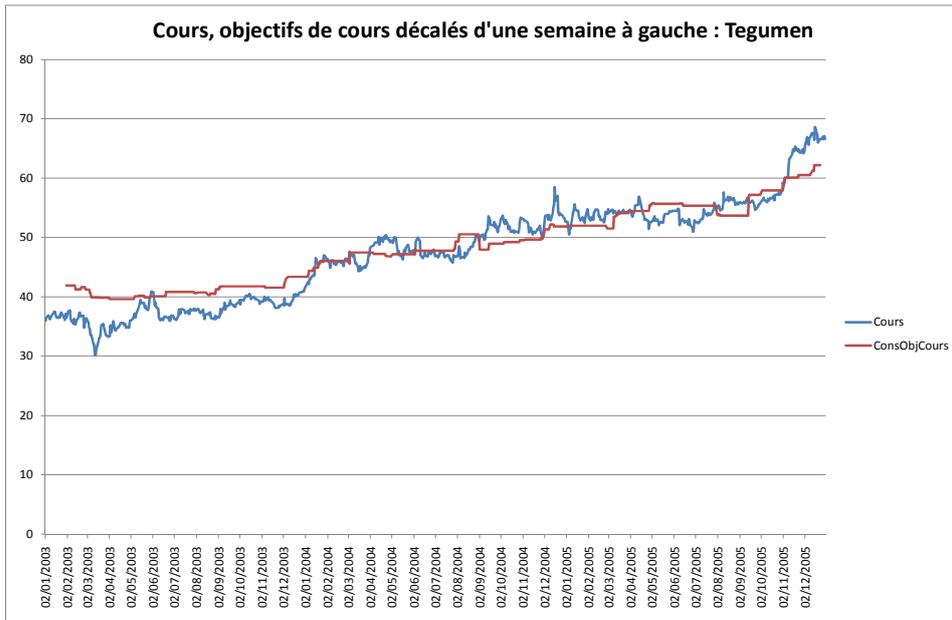


Le coefficient de détermination est ici le plus élevé de nos 4 cas, atteignant 92%. Les courbes se suivent fidèlement, sans optimisme particulier de la part des analystes puisqu'elles restent proches, se croisent et se recroisent à plusieurs reprises. L'idée que l'évolution des objectifs de cours suit celle des cours avec un décalage, même si elle ne se confirme pas au premier regard, est néanmoins décelable en certains points : ainsi au point bas du cours atteint le 12 mars 2003 répond un point bas des objectifs le 3 avril, et le mouvement de repli du cours en avril 2005 paraît aussi trouver un équivalent dans les objectifs de cours fin juillet-début août.

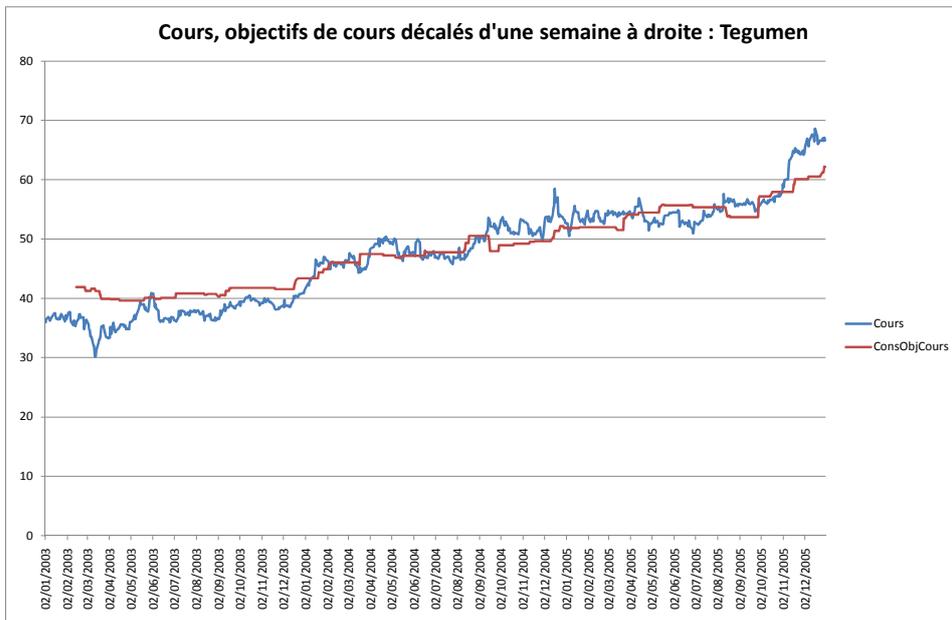
Le décalage de la courbe de consensus d'objectifs de cours de 6 mois vers la droite permet-il d'affiner le constat ?



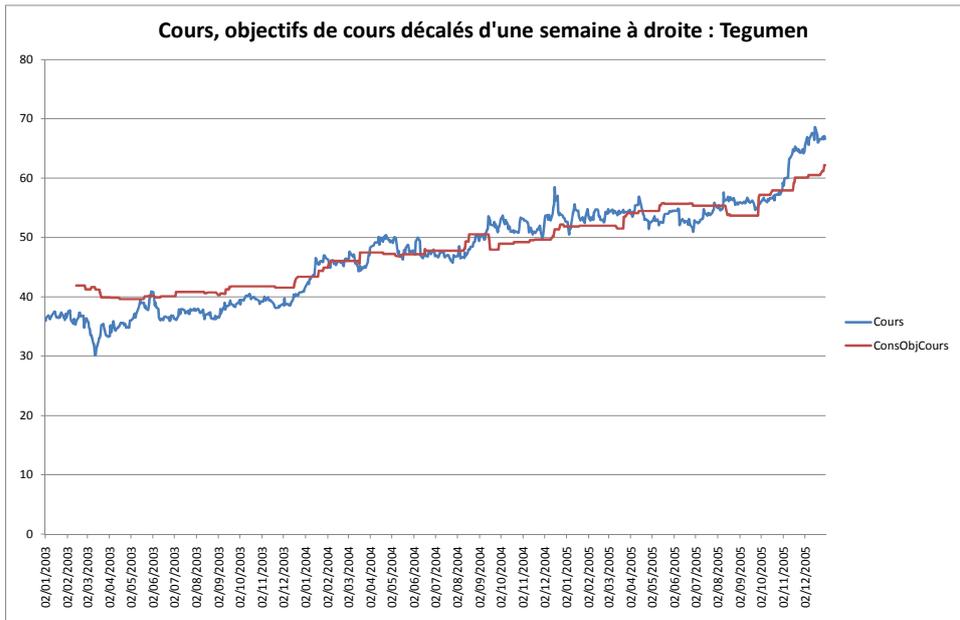
Le R^2 tombe ici à 80,78%, soit à peu près au même niveau que pour Mega. Un suivisme légèrement marqué est probable, même si ce qui retient surtout l'attention visuellement est la grande stabilité des objectifs de cours, qui n'évoluent que par de petits ajustements. Les décalages d'une semaine et d'un mois vers la gauche puis vers la droite peuvent permettre d'examiner de plus près la relation entre cours et consensus d'objectifs de cours.



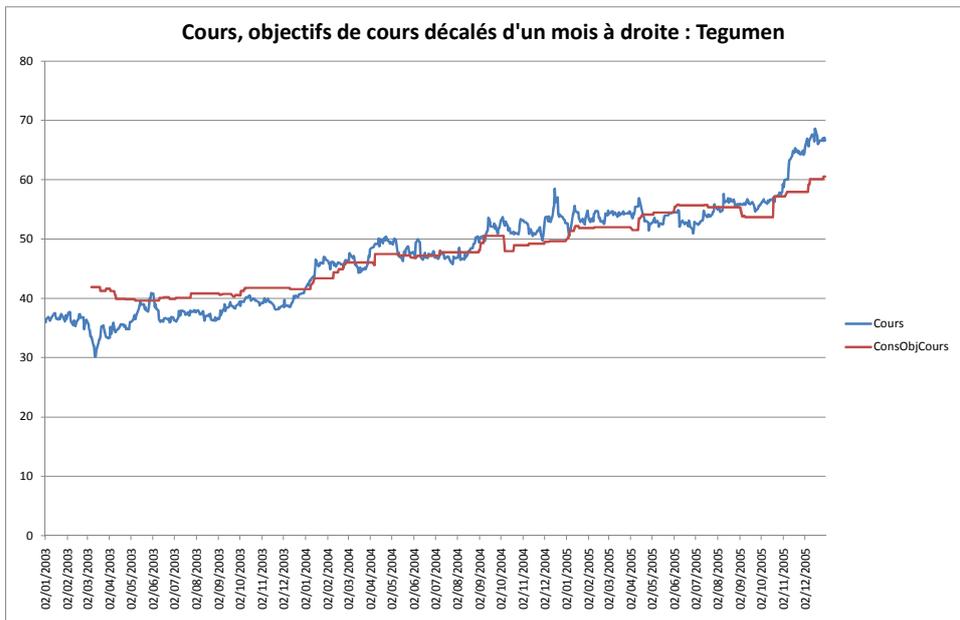
$R^2 : 92,1\%$



$R^2 : 91,67\%$



$R^2 : 91,42\%$



$R^2 : 90,12\%$

Tegumen apparaît comme le seul de nos 4 cas où le suivisme des objectifs de cours par rapport au cours n'est pas clairement documenté : les R^2 décalés à gauche d'une semaine ou

d'un mois différent très peu des R² décalés à droite sur les mêmes durées. Le R² décalé un mois à gauche (91,42%) est par ailleurs légèrement inférieur au R² direct (91,97%), contrairement à ce que nous avons vu dans les 3 autres cas.

Ce constat peut être lié à des caractéristiques propres à cette valeur, qui la rendent a priori très prévisible. Cette caractérisation ressort clairement d'ailleurs des entretiens avec les analystes suivant la valeur.

2. Recherche d'événements

Dans le cas de Tegumen, nous pouvons tout d'abord clairement lier 3 des 10 plus fortes variations (celles du 25/02/2003, du 21/03/2003 et du 07/04/2003) à des évolutions plus générales du secteur et du marché boursier.

TABLEAU 16 : RECHERCHE D'EVENEMENTS SUR LES 10 PLUS FORTES VARIATIONS DANS LE CAS TEGUMEN

Date	Variation journalière	Evènements
25/02/2003	-5,54%	Indice sectoriel -6,11%, SBF 120 -3,50% 28/02 Hausse de l'objectif de cours de Cheuvreux (Top 5 Agefi)
12/03/2003	-5,69%	11/03 Annonce du résultat annuel (-2,3%) 12/03 Retournement haussier SBF 120
21/03/2003	+4,64%	Indice sectoriel +6,91%, SBF 120 +3,37%
03/04/2003	+5,58%	
07/04/2003	+5,41%	Indice sectoriel +7,68%, SBF 120 +3,50%
10/05/2003	-5,21%	13/05 Annonce d'un CA trimestriel en hausse de 12,4%
11/06/2004	-4,88%	
16/12/2004	+5,13%	
21/12/2004	-4,91%	Dégradation de Crédit Suisse (reprise média, Top 5 Agefi)
09/06/2005	-4,84%	

Pour le reste :

-la hausse d'objectif de cours par un broker bien classé qui survient le 28/02/2003 n'a pas en soi de caractère explicatif dans la mesure où nous trouvons sur la période 4 autres

hausse d'objectif de cours aussi qualifiées mais qui n'apparaissent pas dans les fenêtres d'observation.

-il en va de même pour la dégradation de recommandation par un broker bien classé et reprise dans les médias le 21/12/2004 : sur la période, 3 autres dégradations aussi qualifiées ont eu lieu, et elles n'apparaissent pas dans les fenêtres d'observation.

La relation entre les dix plus fortes variations journalières et les fondamentaux des analystes n'est pas clairement établie.

**TABLEAU 17 : RECHERCHE D'ÉVÈNEMENTS SUR LES CHANGEMENTS
DE TENDANCE DANS LE CAS TEGUMEN**

Cas	Date	Sens du retournement	Évènements
Tegumen	29/04/03	Haussier	
Tegumen	12/12/03	Haussier	Relèvement de recommandation par Cheuvreux (Top 5 Agefi, reprise média).

On peut en revanche étayer l'hypothèse d'une influence du relèvement de recommandation par Cheuvreux en décembre 2003 sur le changement de tendance concomitant. Il s'agit, sur la période, d'un des 6 changements de recommandation effectués par des brokers bien classés et repris par les médias. Sur les 6, un seul (la dégradation de Crédit Suisse le 21/12/2004) est concomitant d'une des plus 10 plus fortes variations, et celui de Cheuvreux du 12/12/2003 est le seul concomitant d'un changement de tendance. A la différence de ce que nous avons vu pour Merrill Lynch dans le cas Lithos, les caractéristiques du suivi par Crédit Suisse et Cheuvreux ne présentent pas de singularité en termes de secteur ou de type de broker. En ce qui concerne l'argumentation, nous ne pouvons discuter celle de la dégradation de Crédit Suisse du 21/12/2004 puisque la note correspondante ne figurait pas dans notre échantillon (cette dégradation ne nous est connue que via les articles vus sur Factiva). Simplement, on peut montrer que l'argumentation de la note de Cheuvreux est dans une certaine mesure particulière par rapport à celle des 4 autres changements de recommandation aussi légitimés dont nous disposons : ceux de Morgan Stanley le 27/03/2003, de Crédit Suisse le 03/06/2003, de Morgan Stanley à nouveau le 06/08/2003, d'Exane le 05/11/2005.

Les arguments qui y sont avancés sont de plusieurs ordres, mais il faut d'emblée noter le recours général à la notion d'embedded value. L'embedded value est en effet l'indicateur généralement admis par les analystes pour valoriser les sociétés du secteur de Tegumen. Or il se trouve, d'une part, qu'il n'a pas de définition standardisée, d'autre part que, pour estimer la valeur fondamentale de Tegumen, censée fonder l'objectif de cours et donc la recommandation, d'autres éléments peuvent entrer en ligne de compte pour appliquer une décote ou une surcote par rapport à l'embedded value, et que ces autres éléments sont plus ou moins pris en compte selon les analystes et les périodes.

Le rapport de Morgan Stanley du 27/03/2003 met l'accent sur le fait que l'application d'un nouveau mode de calcul de l'embedded value fait que la valeur boursière de Tegumen se retrouve à 1% au-dessus de sa valeur estimée, contre une décote d'environ 20% pour les autres valeurs du secteur. Cet écart est le principal argument du changement de recommandation, l'analyste remarquant aussi que les résultats 2002, publiés le 11 mars, avaient été relativement décevants et que la hausse du cours qui avait suivi lui paraissait quelque peu injustifiée.

Crédit Suisse, le 03/06/2003, estime que l'action Tegumen ne peut pas rester durablement au-dessus de son embedded value en raison de la faiblesse de son flottant, faiblesse confirmée par le renouvellement du pacte d'actionnaires.

Morgan Stanley, le 06/08/2003, se base sur un nouveau changement du mode de calcul de l'embedded value par Standard & Poor's, en remarquant d'ailleurs que c'est le deuxième de l'année. Ce changement est particulièrement favorable à Tegumen, plus qu'à ses concurrents. Ajouté au fait que la valeur a sous-performé le secteur depuis mars 2003, cela justifie un relèvement de la recommandation.

Enfin le changement de recommandation d'Exane le 05/11/2005 est principalement motivé par un pari spéculatif sur le non-renouvellement, à terme, du pacte d'actionnaires : l'idée est qu'un des partenaires devrait faire une offre sur l'ensemble du groupe, ce qui devrait faire monter le cours.

Sur ces 4 rapports, les 3 derniers n'ont pas d'impact repérable sur le cours. Celui de Morgan Stanley du 27/03/2003 correspond à une interruption du mouvement haussier ayant démarré le 12/03 suite à l'annonce des résultats 2002 : le cours passe de 30,18 euros le 12/03 à 35,42 le 25/03, ensuite il descend légèrement (33,28 le 31/03) avant de stabiliser entre 34 et 35 jusqu'au 29/04, date à laquelle il entame un mouvement haussier plus net. Le changement

de recommandation de Crédit Suisse le 03/06/2003 coïncide avec une interruption de ce mouvement haussier au moment où le cours vient de franchir la barre des 40 euros (40,81 le 02/06). L'action rechute à 36,07 le 16/06, mais reprend ensuite une tendance ascendante très modérée. Les évolutions de cours suivant immédiatement la publication de ces deux rapports ressemblent donc plutôt à des mouvements de correction de court terme qui ne remettent pas en cause la tendance générale.

Si nous examinons maintenant l'argumentaire du rapport de Cheuvreux de décembre 2003, nous pouvons remarquer que, alors que les autres rapports que nous avons retenus utilisaient soit un argument de valorisation fondamentale (les deux rapports de Morgan Stanley) soit un argument « politique » sur l'avenir du pacte d'actionnaires (le rapport d'Exane) soit une combinaison des deux (celui de Crédit Suisse), il utilise 3 types d'arguments :

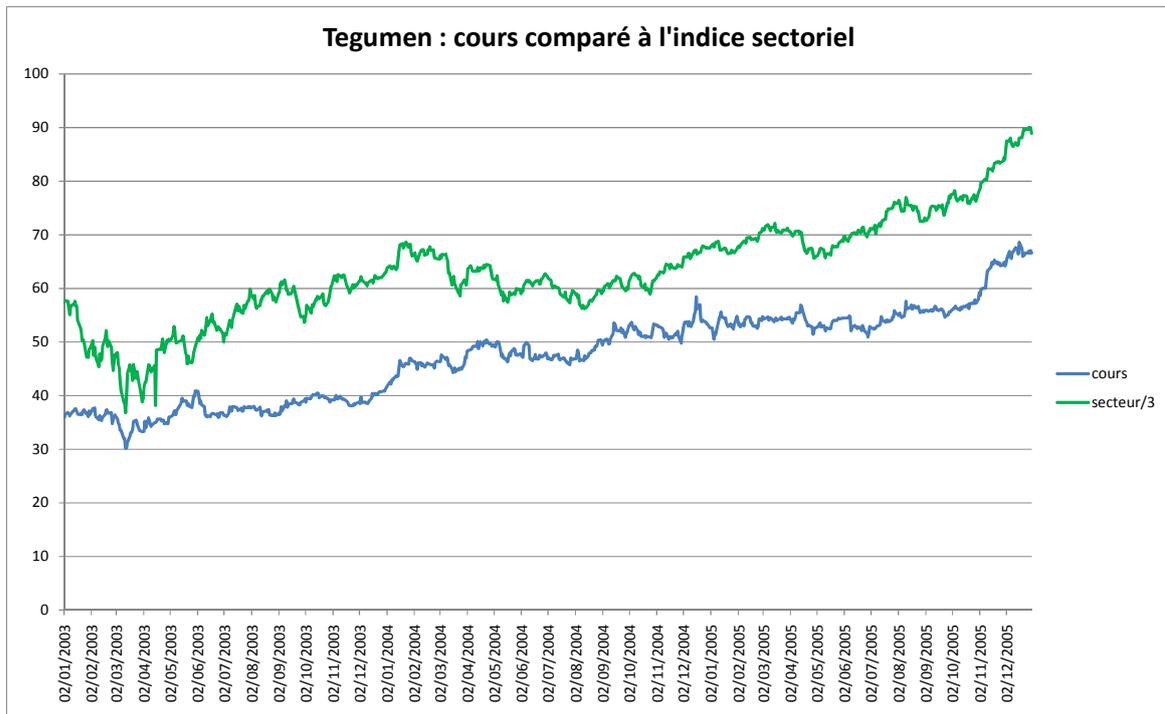
-la valorisation fondamentale : le cours de Tegumen est toujours inférieur à son embedded value, alors que ce n'est pas le cas pour ses concurrents.

-l'argument sur le pacte d'actionnaires : une tentative de prise de contrôle paraît possible à terme.

-un argument conjoncturel lié à au lancement des réformes de l'épargne retraite avec la mise en place du Perp et du Perco, permettant le développement d'un marché sur lequel Tegumen paraissait bien positionné.

On peut donc remarquer que ce changement de recommandation de Cheuvreux (de « Achat » à « Achat fort ») a pour particularité d'être fondé sur une combinaison d'arguments originale : il est le seul des changements de recommandation aussi légitimés à combiner argument de valorisation fondamentale, argument sur la stratégie de l'actionnariat et argument lié à l'environnement politique et réglementaire général.

3. Eléments de qualification boursière



Du côté de l'indice sectoriel, on observe deux pointes basses début 2003 : 110,439 le 12/03/03, 114,54 le 15/04/03. Le démarrage du mouvement haussier pour Tegumen est un peu décalé sur fin avril, mais assez proche du mouvement de l'indice. Le décalage se voit plutôt en 2004, où l'indice décroche pendant une assez longue période, alors que Tegumen se tient bien. Alors qu'en 2003 Tegumen ne surperforme que de peu son indice sectoriel (+14,7% contre +9,5%), c'est beaucoup plus net en 2004 (+25,9% contre +5,8%), l'écart redevenant très faible en 2005, en défaveur de Tegumen d'ailleurs (+26,6% contre +30,5%).

Le mouvement haussier de décembre 2003 pour Tegumen, concomitant du changement de recommandation de Cheuvreux déjà évoqué, n'a pas vraiment de répondant du côté de l'indice, alors orienté sur une hausse modérée.

Comme Lithos et Pulex, Tegumen est une valeur contrôlée, dont le flottant est minoritaire. Dans son cas ce contrôle est formellement assuré par un pacte d'actionnaires régulièrement renouvelé. Un point que nous pouvons remarquer à ce stade est que, à la différence de Lithos et de Pulex, le cours de Tegumen n'est pas caractérisé par une volatilité supérieure à celle de l'indice sectoriel correspondant.

Les éléments de caractérisation de la valeur fournis dans les entretiens par les 3 analystes ayant suivi la valeur à l'époque permettent de répondre à cet apparent paradoxe et fournissent aussi d'autres éléments d'appréciation. Il ressort principalement de ces entretiens que :

-Tegumen est bien considérée comme une valeur de fond de portefeuille (A-T1).

-dans le contexte des années 2002-2003 où les valeurs de son secteur avaient fortement souffert de la baisse des marchés actions, ce profil défensif l'a distinguée de certains de ses concurrents et a été reconnu par les investisseurs (A-T2).

-le seul élément pouvant donner prise à des paris spéculatifs de court terme est la question de la stabilité du pacte d'actionnaires (A-T3).

Le premier point résulte de la différence majeure avec les cas Lithos et Pulex, qui est le caractère à la fois parfaitement clair, lisible et stable du business model : la difficulté à rattacher clairement Lithos à un secteur ou à un modèle connu, lié au fait que la société n'ait pas véritablement de comparable, la forte spécificité de Lithos dans le cadre d'une activité relativement nouvelle et en tout cas pas encore complètement « assise », tout cela ne se retrouve pas dans le cas de Tegumen. Il semblerait en somme, si l'on s'en tient à ce que l'on peut observer dans nos cas, que la volatilité tient moins à la faiblesse de la liquidité qu'à la difficulté, pour les investisseurs, à pouvoir s'appuyer sur des points de repère communément admis pour fonder la valorisation.

Le deuxième point permet de comprendre les écarts avec l'indice sectoriel. D'une certaine façon ce qu'il y a à expliquer est moins la surperformance de Tegumen que la sous-performance de ses concurrents : Tegumen n'avait pas d'atout distinctif particulier, si ce n'est certaines caractéristiques lui permettant dans la conjoncture du moment de « limiter les dégâts ».

Enfin le troisième point se retrouve dans la note de Cheuvreux dont nous avons vu qu'elle était la seule dont on a réellement des raisons de penser qu'elle a pu peser sur le cours. En même temps l'interrogation sur le pacte d'actionnaires n'était pas, on l'a vu, le seul argument important de la note, la combinaison d'arguments de nature différente en faisant précisément l'originalité et constituant peut-être le point qui a pu retenir l'attention des investisseurs.

Q – Et est-ce qu'on peut dire que cette valeur intéresse plus un type de client particulier qu'un autre enfin ça intéresse quel type de client ?

A-T1 : « *Je dirais ça intéresse n'importe quel client, je ne poserais pas la question comme ça, je dirais quel est le profil d'investissement de Tegumen ? Tegumen est identifié comme quel profil de valeur ?* »

Q – D'accord

A-T1 : « *Alors là je dirais c'est identifié comme une valeur de fond de portefeuille* »

Q – D'accord. Une façon de ranger la valeur dans une catégorie, dans une façon de...

A-T1 : « *Tout à fait. Parce qu'en fait vous rangez les valeurs, soit c'est une valeur de croissance, soit des valeurs de rendement, soit des valeurs avec une croissance modérée c'est un modèle de GARP enfin c'est une croissance progressive mais continue donc après vous avez les sociétés... Ces trois grosses catégories sont des grands trucs génériques, après dans chacune des catégories vous avez différents profils. Aujourd'hui de par le business model c'est-à-dire c'est une sorte de GIE qui met en commun les moyens de gestion de compagnies d'assurance, en termes de métier c'est une compagnie d'assurance, donc dans le secteur assurance, ben du coup c'est un business model qui, ben, a une croissance régulière mais pas forte, et qui a une grosse visibilité sur le long terme, donc en fait effectivement il atterrit dans la catégorie valeur de fond de portefeuille.* »

Q – Comment on peut caractériser son histoire boursière disons depuis son introduction ou depuis je sais pas disons 4-5 ans, est-ce que c'est toujours la même histoire ou est-ce qu'il y a des faits marquants ou des évolutions ?

A-T2 : « *Ben disons qu'il y a eu 2 phases, je pense. Il y a eu une phase où, en fait, compte tenu de sa spécificité notamment ne détient pas ses réseaux de distribution, fonctionne par accords commerciaux, et que donc du coup forcément avec une durée de temps limitée le marché dans le passé avait tendance notamment sur la période de 99 à 2002-2003 avait tendance à dire, voilà, à on va pricer Tegumen sur la base de son embedded value, donc la valeur de son stock, avec une décote. Une décote pourquoi ? Ben décote parce que, finalement, elle est pas propriétaire de ses réseaux [...], voilà, et puis après ça s'est un petit peu inversé, ça a un petit peu changé. Pourquoi ? Parce qu'en fait dans la crise des marchés actions elle a été extrêmement défensive.* »

Q – Donc dans la crise des marchés actions de 2002...

A-T2 : « Voilà 2002-2003 elle a été extrêmement défensive avec une croissance de ses résultats qui a perduré, elle a pas eu le problème de rating qu'ont pu avoir certains, y'avait pas de problème de surexposition actions et de dépréciation d'actifs importante, y'a pas eu de problème, donc, de rating, de devoir faire des augmentations de capital rescue comme ont pu le faire Munich Re ou Allianz ou d'autres au plus bas du marché actions, donc voilà y'a eu cet aspect-là, et puis c'est une boîte qui est très défensive, qui est très safe, bon, et que donc du coup le marché, progressivement, a revalorisé cet aspect-là, bon, et qu'entretiens, bon, finalement on est passé si vous voulez d'un statut où la boîte se traitait avec et que les analystes faisaient finalement une décote par rapport à l'embedded value à un dossier qui [...] s'est traité progressivement avec une prime sur l'embedded value, mais aussi parce que progressivement et parallèlement les modèles de valorisation ont changé c'est-à-dire qu'aujourd'hui on est en approche de rentabilité sur fonds propres comme dans les banques : finalement à un certain niveau de rentabilité correspond un certain price to book, bon, dans l'assurance notamment pour la vie c'est à un certain niveau de rentabilité sur embedded value correspond un certain niveau de price to embedded value et que là en fait ce qui s'est passé c'est qu'aussi Tegumen avait une approche très prudente en termes de communication de son embedded value et progressivement a relâché, si vous voulez, ses niveaux de prudence et que donc du coup tout d'un coup le marché a mieux finalement je dirais a mieux compris déjà 1. probablement le business model qui est un peu particulier de Tegumen et puis 2. on s'est rendu compte que finalement la rentabilité sur embedded value était plus élevée que ce qu'on anticipait. »

Q – Est-ce qu'il y a des particularités de cette valeur par rapport aux autres que vous suivez ?

A-T3 : « Oui, un flottant restreint, un équilibre des forces qui fait qu'on a toujours... Enfin la manière dont Tegumen est constitué en fait quelque chose qui est à la fois robuste et à la fois fragile, c'est-à-dire que c'est robuste au sens où tout est cadenassé, si vous voulez changer quelque chose de un accord même minime potentiellement on remet tout en cause [...]... C'est une société qui [...] au centre de mastodontes [...] qui ont des intérêts de plus en plus divergents, donc ça crée toujours des tentations de sortie. »

[...]

Q – Et vous avez des investisseurs... Quelles sont les attentes des investisseurs sur ce type de valeur enfin ça intéresse quel type d'investisseur ?

A-T3 : « *Essentiellement des investisseurs de type fonds de pension, et périodiquement on a des investisseurs event driven ou de caractère un peu spéculatif qui cherchent les moments où ça bouge mais le plus important c'est le changement de structure.* »

Pour en revenir à la question de la détermination de l'évolution du cours par les fondamentaux des analystes, celle-ci ne paraît nullement établie, l'influence de la note de Cheuvreux de décembre 2003 faisant plutôt figure d'exception confirmant la règle. Dans cette exception, l'originalité de la combinaison d'arguments a pu jouer un rôle, un argument spéculatif de court terme sur une possible rupture du pacte d'actionnaires se combinant avec un argument de moyen et long terme appuyé sur la mise en œuvre et le déploiement progressif de nouveaux dispositifs d'épargne retraite dont le développement était susceptible de profiter à Tegumen.

Conclusion de la Deuxième Partie

Le constat général qui ressort de notre approche par comparaison directe est assez simple à formuler : en essayant de voir si l'évolution des cours est déterminée par les fondamentaux des analystes, nous arrivons à l'idée d'une détermination dans l'autre sens, la valorisation des analystes semblant plutôt s'ajuster (avec un certain délai et moins nettement en cas de baisse qu'en cas de hausse) à la tendance du marché.

Sur nos 4 cas, la recherche d'événements concomitants aux dix plus fortes variations et susceptibles de les justifier sur le plan des fondamentaux ne donne pas de résultats concluants dans l'ensemble, ce constat n'étant nuancé que dans le cas de Lithos où deux de ces variations correspondent apparemment à des annonces de résultat fortement répercutées dans les valorisations des analystes et deux autres à des annonces d'acquisition bien perçues par les observateurs.

Pour ce qui est des changements de tendance, sur l'ensemble des cas, il ressort que 2 sur 9 peuvent de façon relativement plausible être imputés à des changements des fondamentaux d'analystes, ces changements étant dotés de traits particuliers qui selon nous sont susceptibles d'expliquer leur relative « efficacité ».

Le bilan de nos démarches de recherche d'événements est tout de même globalement assez clair sur la relation entre évolution des cours et fondamentaux des analystes : ces derniers ne déterminent pas la première, sauf dans des cas particuliers qu'il est par ailleurs intéressant d'observer en détail.

Les éléments recueillis auprès des analystes et des responsables de relations investisseurs ainsi que les comparaisons avec les indices sectoriels apportent des éléments d'interprétation supplémentaires de l'évolution des cours de nos 4 cas, mais ils ne modifient pas le constat général : à la question de savoir si, pour nos cas et sur la période étudiée, l'évolution des cours est déterminée par les fondamentaux des analystes, la réponse donnée est globalement négative. Ainsi le fait que, sur les 82 changements de recommandation relevés au total, 2 seulement donnent des raisons de penser qu'ils ont eu un impact notable sur le déplacement du cours de l'action couverte est en soi assez parlant.

Le rôle des analystes dans la détermination des cours de Bourse apparaît donc pour le moins limité dans les cas et sur la période que nous avons choisis. Ce constat va dans le sens, remarquons-le, de la théorie financière la plus classique : si le marché est efficient sous la forme semi-forte ou forte, alors l'information publique, dont les fondamentaux des analystes sont conventionnellement supposés faire partie, ne permet pas d'anticiper les cours ; elle ne les détermine donc pas⁷². L'efficience, si on la comprend comme efficience technique, ce qui est le cas dans l'écrasante majorité de la littérature académique en finance et comptabilité financière, paraît donc respectée. Simplement, si on la comprend comme efficience fondamentale, elle ne l'est pas.

Ce point nous ramène à la question des points de vue soulevée dès l'introduction. Du point de vue de la théorie financière classique, le constat d'une incapacité des analystes à anticiper (dans notre approche, à déterminer) l'évolution des cours débouche assez spontanément sur l'idée qu'ils ne servent à rien. Or cette inférence pose problème à deux niveaux :

-elle présuppose que la seule fonction concevable des analystes financiers serait d'aider les investisseurs à prévoir l'évolution des cours, et que cette fonction se matérialiserait dans les recommandations et prévisions des analystes. Or le travail effectif des analystes va bien au-delà de la production de recommandations et de prévisions, comme ont déjà pu le constater Beunza & Garud (2007) et Chambost (2008) : les analystes fournissent à leurs clients des idées, des cadres interprétatifs⁷³, et surtout la circulation d'idées et de points de vue sur l'évolution du marché va aussi dans l'autre sens, des investisseurs vers les analystes, et se produit aussi dans d'autres types de relations incluant encore d'autres acteurs.

⁷² Remarquons que, dans le cadre de la théorie financière classique, la question de savoir si les analystes déterminent ou non les cours ne peut même pas être posée : seule peut l'être la question de savoir s'ils sont capables ou non de les anticiper, via leur capacité estimative. Ce qui transparait ici, c'est une vision de l'évolution des cours comme un phénomène relevant essentiellement des sciences de la nature, similaire aux phénomènes météorologiques tels qu'on les concevait avant que l'on n'admette tout récemment l'idée d'une influence de l'activité humaine sur le climat, donc le fait que la relation entre les hommes et le climat ne se pose pas qu'en termes de capacité à anticiper, mais aussi, en partie, en termes de relation de détermination. On peut donc rappeler ici que notre façon de poser le problème en termes de détermination présuppose que l'évolution des cours soit, au moins potentiellement, un construit social.

⁷³ Nous connaissons un exemple frappant du fait que les analystes peuvent avoir un impact qui ne passe ni par leurs prévisions ni par leurs recommandations : le célèbre rapport d'Edouard Tétreau sur Vivendi qui, en 2002, a, de l'avis général, joué un rôle important dans la défiance des investisseurs qui a fini par aboutir au départ de Jean-Marie Messier de la présidence de ce groupe, se concluait par un *relèvement de recommandation*. En fait ce n'est pas ce changement de recommandation qui a alors retenu l'attention, mais l'ensemble de l'argumentaire et notamment le fait qu'était envisagé un « scénario catastrophe » pour le groupe.

-à un niveau plus profond, elle témoigne de la détermination des problématiques de la théorie financière par le point de vue d'investisseur : c'est toujours du point de vue d'un investisseur (d'ailleurs théorique) que l'on se place pour considérer si et de quelle façon un acteur ou type d'acteur est utile ou non, transparent ou non etc.

Notre démarche consistant à prêter attention en priorité à l'efficacité fondamentale et à concevoir à la fois la valeur fondamentale et l'évolution des cours comme des construits sociaux nous a déjà permis de nous abstraire du point de vue d'investisseur. Cette abstraction nous permet aussi de considérer de façon plus ouverte la relation entre analystes et investisseurs, qui est au cœur de la question de la relation entre information publique et évolution des cours : si les analystes ne sont pas de simples machines à anticiper les cours pour les investisseurs, alors la question du rôle de l'information publique qu'ils produisent peut être abordée dans un esprit plus ouvert. C'est ce que nous allons faire dans la troisième partie, pour essayer de mieux comprendre quelle peut être la nature de la relation entre information publique et évolution des cours, dès lors qu'il semble qu'il ne s'agisse pas d'une relation de détermination.

Troisième Partie : Le rôle de la production
d'estimations publiques de la valeur
fondamentale par les analystes

Introduction

La question de la fonction sociale de l'expression publique de la valeur fondamentale, que nous abordons maintenant, sera comprise en considérant que cette expression est celle des analystes. Nous continuerons à considérer en effet que la valeur fondamentale n'a pas de définition objective et que par conséquent elle est ce que les acteurs habilités à l'énoncer comme résultant d'un jugement disent qu'elle est. Nous avons vu dans la Première Partie que les principaux acteurs habilités sont les analystes et les consensus d'analystes. N'ayant pu explorer suffisamment la façon dont les consensus sont construits, reçus et interprétés, nous nous concentrerons sur l'expression des analystes. Le rôle des consensus sera simplement pris en compte lorsque nous chercherons à comprendre la production d'information publique par les analystes dans le cadre de tout un ensemble de relations entre acteurs et pas seulement dans celui de la relation que cette production instrumente.

Notre démarche dans cette Troisième Partie sera en effet d'abord basée sur une approche relationnelle, la production d'information publique par les analystes étant comprise comme le support, l'instrument d'une relation. Comme tout message, l'expression publique de la valeur fondamentale sert à relier des acteurs entre eux, et cette compréhension relationnelle de l'information publique nous amènera à ne pas considérer celle-ci simplement comme de l'information formellement disponible à tous les acteurs mais à l'envisager plutôt comme la mise en œuvre d'un lien entre ceux qui l'énoncent et d'autres acteurs, qu'il s'agira alors de définir afin de délimiter le public à qui s'adresse effectivement cette information publique.

C'est sous cet angle que, dans un premier chapitre, nous appréhenderons, sur la base d'une série de codages, notre échantillon de rapports d'analystes. Cette approche de la matérialité de l'expression publique des analystes, nous la confronterons, dans un deuxième chapitre, à ce que nous dit la littérature sur les analystes et leur production d'information. Cela nous conduira à un constat : alors que l'information publique produite par les analystes se présente très clairement comme un support de relation avec les investisseurs, une grande partie de la littérature sur les analystes repose sur l'idée que le contenu de cette information

est largement déterminé par les relations avec d'autres acteurs, en particulier les sociétés couvertes et les départements de banque d'investissement.

C'est pour trancher cette question que nous approfondissons, dans un troisième chapitre, la question des modes de relation dans lesquels s'inscrivent les analystes, en prenant appui cette fois sur les entretiens. Cette démarche est ensuite élargie dans un quatrième chapitre pour prendre en compte un ensemble de relations plus vaste, que nous caractériserons en empruntant à Norbert Elias la notion de configuration, qui désigne un ensemble ordonné de relations d'interdépendance dans lequel s'inscrivent des acteurs. Le cadre théorique privilégié sera en effet celui de la sociologie de Norbert Elias, qui nous a paru particulièrement adapté, notamment en ce qu'il place les modes d'interdépendance et leur instrumentation au cœur de ses analyses.

L'estimation publique de la valeur fondamentale, dans ses acteurs comme dans ses instruments, est ici considérée a priori de façon plus large que dans la seule perspective de la relation à l'évolution du cours ; néanmoins, nous ne perdons pas de vue cette perspective : il s'agit bien, en élargissant la focale, de voir si la relation entre information publique et évolution du cours peut être d'une autre nature qu'une relation de détermination, dont nous avons vu dans la Deuxième Partie le caractère pour le moins incertain, mal assuré. Une approche sociologique de la façon dont cette information est produite nous permettra de mieux comprendre le rôle qu'elle joue et, partant de là, de caractériser différemment sa relation à l'évolution du cours.

Chapitre 1 : La production d'information publique par les analystes, support d'une relation client

La collecte de l'échantillon de rapports dont nous allons parler dans ce chapitre a posé quelques problèmes. Nous commencerons par les exposer, parce qu'il se trouve qu'ils nous apprennent déjà quelque chose sur le statut de ces rapports et le public à qui ils sont destinés. Le chapitre se déroulera ensuite en exposant successivement les résultats issus de différents codages. Nous verrons ainsi successivement quels enseignements nous pouvons tirer des données sur la typologie des brokers, la localisation des analystes, la typologie des rapports et les pratiques de recommandation des analystes visibles sur notre échantillon.

1. Une information qui n'est pas publique pour tout le monde

Au début, nous avons consulté à la bibliothèque d'HEC la base Thomson Research ; sur nos 4 cas et sur les 3 années à prendre en considération, cela nous a permis de récupérer environ 600 rapports d'analystes. Très vite, le caractère lacunaire de cet échantillon nous est apparu : un simple recoupement avec les informations recueillies auparavant sur Factiva faisait apparaître que nous ne disposions d'aucun rapport de brokers qui pourtant avaient manifestement suivi ces valeurs, puisque des dépêches et des articles répercutaient leurs recommandations et analyses sur ces titres. Interviewant un analyste travaillant chez un de ces brokers, nous lui avons directement demandé s'il savait pourquoi ses rapports n'apparaissaient pas dans la base ; il s'est d'abord montré un peu étonné, avant de remarquer que l'accès était peut-être restreint en fonction du login avec lequel on accédait à la base. Nous avons aussi posé la question à la bibliothèque d'HEC, en donnant une liste de brokers dont nous n'avions trouvé aucun rapport, alors que nous avions quelques indices du fait qu'ils suivaient effectivement une ou plusieurs des 4 sociétés en cause. Une responsable nous répondit par mail que les modalités d'abonnement à cette base incluaient effectivement l'impossibilité d'accéder à la recherche de certains brokers. Nous avons alors directement pris contact avec le bureau parisien de Thomson Financial, où nous avons pu joindre une personne

qui a accepté de nous donner accès dans leurs locaux à cette base. Sur place, nous avons pu constater qu'en accédant à la même base avec un login interne à Thomson Financial, la même requête donnait accès à plus de 1000 rapports, ce qui était manifestement un progrès. Cela dit, après avoir examiné minutieusement cette liste, il nous est apparu qu'il nous en manquait encore. Nous avons interviewé entre temps une responsable relations investisseurs qui avait mentionné l'importance des rapports de Merrill Lynch sur sa société, or nous n'avions toujours aucun rapport de ce broker. Nous avons donc repris contact avec notre interlocutrice chez Thomson Financial, qui a admis qu'il existait quelques restrictions sur la base Thomson Research, destinée aux brokers, et que, pour voir la totalité des rapports transmis à Thomson, il fallait consulter une autre base, Thomson Analytics, destinée, elle, exclusivement aux gérants et buy-side. Elle accepta de nous y donner accès dans les locaux de Thomson, à la condition expresse que notre requête ne concerne que des rapports datant de plus d'un an, ce qui était bien le cas. Formulant la même requête sur la même durée et sur les mêmes sociétés, nous avons recueilli alors plus de 1200 rapports.

Nous percevons ici très concrètement la fragilité de l'hypothèse, pourtant admise dans toute la recherche sur les analystes, que l'information produite par les analystes est *publique*. Dans les faits, il nous est apparu que c'était loin d'être le cas : d'une part un simple recoupement entre ce qui apparaît dans les médias financiers et notre échantillon final de rapports montre qu'une part très importante de la recherche des analystes sell-side n'est pas du tout répercutée dans les médias, y compris dans les médias les plus spécialisés sur le suivi des marchés⁷⁴, d'autre part les rapports accessibles sur des bases de données dans le contexte académique sont loin de représenter l'intégralité des rapports effectivement recueillis par le prestataire de bases de données (sur nos cas et la période étudiée on en trouvait environ la moitié), enfin il y a encore un écart entre les rapports accessibles du côté sell-side, chez les brokers et ceux accessibles du côté buy-side, chez les gérants. En fin de compte cette information n'est totalement publique que pour un public précis : les professionnels de la gestion d'actifs. Non seulement elle n'est pas publique pour « le public » au sens habituel de l'expression, c'est-à-dire qu'elle n'est pas disponible dans l'espace public ou ne l'est que très partiellement, mais elle n'est même pas publique pour tous les investisseurs puisque les investisseurs individuels (nous entendons par là les petits porteurs particuliers qui passent leurs ordres en direct) n'y ont eux aussi accès que très partiellement.

⁷⁴ Ce que confirme le témoignage (*supra*) des journalistes que nous avons interviewés.

Ces péripéties de l'accès aux rapports mettent en lumière, en somme, que l'information publique dont on parle est une information publique pour les gérants, ce qui signifie qu'il faut comprendre a priori les rapports d'analystes comme des supports de leur relation avec les gérants et les analystes buy-side. Ce point sera par la suite éclairé et précisé⁷⁵.

Les rapports d'analystes : échantillon, codage

Les rapports d'analyste de notre échantillon⁷⁶ comprennent tous les éléments (prévisions, recommandations, objectifs de cours) de la production des analystes, et les justifient par un argumentaire qui peut être plus ou moins détaillé et approfondi.

1208 rapports d'analystes sell-side ont été recueillis au total chez le prestataire de bases de données Thomson Financial sur nos 4 cas sur la période étudiée : 203 sur Tegumen, 240 sur Lithos, 173 sur Pulex, 592 sur Mega. Quelques rapports en japonais (Daiwa, Morgan Stanley Japan) n'ont pas été pris en compte ; quand un rapport apparaissait en deux versions, une en français et une en anglais, seule la version en anglais a été gardée afin de faciliter la comparaison avec la grande majorité des rapports, qui sont en anglais.

Ils ont été codés sur les 7 items suivant :

- identité du broker (société de courtage)
- date
- type de rapport
- nombre de pages
- localisation de l'analyste
- objectif de cours
- recommandation

Les codage par date et nombre de pages n'appellent pas de commentaires particuliers, si ce n'est pour noter une conséquence de la mise en cause des analystes suite à la « crise du

⁷⁵ Remarquons aussi que deux des articles étudiés dans la revue de littérature de la Deuxième Partie ont mentionné des restrictions et difficultés d'accès du même genre (Barber et al., 2001, p. 536 et Asquith et al., 2005, p. 251).

⁷⁶ On trouve aussi le terme de « note », mais nous garderons l'appellation usuelle « rapport », même s'il faut garder en tête qu'une partie assez importante de ces documents tient sur une ou deux pages.

sell-side » rappelée en introduction : les sociétés de courtage ont introduit plus systématiquement dans les rapports de leurs analystes des informations sur les situations pouvant laisser soupçonner des conflits d'intérêts et/ou des attestations formelles d'indépendance ; on a donc vu se développer dans les rapports d'analystes sell-side l'importance des « disclaimers », c'est-à-dire des textes qui, à la fin des rapports, déterminent de plus en plus précisément dans quelles limites la responsabilité des analystes sell-side et de leurs employeurs peut être mise en cause par les investisseurs. Ces textes sont parfois très longs et très détaillés, ce qui fait qu'un rapport de 4 pages peut comporter en fait 2 pages composées de « disclaimers », de précisions destinées aux régulateurs, d'attestations etc.

Le codage des objectifs de cours et des recommandations a aussi permis d'en repérer les changements. Nous avons déjà utilisé dans la Deuxième Partie ce repérage, c'est ce qui nous a permis de voir si des changements de recommandation ou d'objectif de cours étaient survenus autour des changements de tendance ou des 10 variations de cours journalières les plus importantes pour chaque cas.

Nous allons maintenant exposer ce qui ressort du codage de l'identité du broker, de la localisation de l'analyste et des types de rapport. Nous reviendrons ensuite sur les pratiques de recommandation, que nous avons examiné plus en détail.

2. Types de broker

Un analyste sell-side travaille, nous l'avons dit, pour une société de courtage. Dans la pratique, il peut s'agir de la division « courtage » d'un groupe bancaire « universel », donc pratiquant à la fois des activités de banque d'investissement et de banque de détail (BNP Paribas, Société Générale, Citigroup, Deutsche Bank, ABN Amro...), d'un groupe « quasi-universel » dont les activités de détail relèvent surtout du private banking axé vers une clientèle fortunée (UBS, Crédit Suisse...) ou d'une banque d'investissement « pure » (Bear Stearns, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch...). Ce peut-être aussi une société de courtage indépendante ou quasi-indépendante (Exane, Oddo...).

Il faut garder en tête que tout cela se passe dans la période 2003-2005, soit avant le bouleversement du secteur bancaire survenu à l'occasion de la crise financière de 2008 (absorption en catastrophe de Bear Stearns par JP Morgan, faillite de Lehman ...).

En ce qui concerne les sociétés de courtage françaises, quelques éléments importants sont à noter sur la période que nous étudions :

-en mars 2004, BNP Paribas est entré au capital d'Exane à hauteur de 50%, les partenaires conservant 60% des droits de vote ; dans le cadre de cette opération, BNP Paribas a confié à Exane l'exclusivité de l'intermédiation sur les actions européennes, ce qui explique qu'après mars 2004 nous n'ayons plus de rapports de BNP Paribas dans notre échantillon, le courtage sur les titres que nous étudions étant désormais assuré par Exane.

-la même année, CDC Ixis, filiale de banque d'investissement de la Caisse des Dépôts, a été cédée au Groupe Caisse d'Epargne, devenant alors Ixis.

-toujours en 2004, les activités de courtage actions européennes du Crédit Lyonnais ont été reprises par Oddo. Nous n'avons donc pas de rapports du Crédit Lyonnais postérieurs à cette opération.

-Natexis était sur la période la filiale « banque d'investissement » du groupe Banques Populaires. En 2007, elle a fusionné avec Ixis pour former Natixis, banque d'investissement contrôlée à parité par le Groupe Caisse d'Epargne et le groupe Banques Populaires. Le rapprochement de ces deux groupes en 2009 pour former BPCE a fait de Natixis la division « banque d'investissement » de ce nouvel ensemble.

Nous avons classé comme rattachés à une banque universelle les analystes de : ABN Amro, Bank of America, BNP Paribas, Cheuvreux (filiale du Crédit Agricole), Citigroup, Crédit Lyonnais, Crédit Mutuel-CIC, Commerzbank, Deutsche Bank, Dexia, Dresdner Bank, Enskilda Securities (filiale de la banque suédoise SEB), Fideuram Wargny (alors filiale de la Banca San Paolo), Fortis, Hamburger Sparkasse, HSBC, ING, Ixis, KBC, LandesBank Baden-Württemberg, Natexis (filiale des Banques Populaires), Banco Santander, Société Générale, West LB, Williams de Broë (filiale d'ING).

Nous avons classé comme rattachés à une banque privée (au sens de l'expression « private banking ») les analystes de : Crédit Suisse, Delta Lloyd, UBS.

Ont été classés comme rattachés à une banque d'investissement les analystes de : Bear Stearns, Friedman Billings Ramsey, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Simmons & Company.

Ont été classés comme appartenant à une société de courtage indépendante les analystes de : Cazenove, Daiwa, ETC Pollak, Exane, Oddo, Paresco, Petercam.

Nous avons considéré CFRA (absorbé en 2007 par RiskMetrics), Epsilon, IIR, et ValuEngine comme bureaux de recherche indépendants.

Alliance Bernstein, banque d'investissement américaine, est une filiale de l'assureur français Axa et, à ce titre, a été traitée à part.

Le tableau 16 présente la ventilation des rapports suivant cette classification, par cas et sur l'échantillon total.

TABLEAU 18 : REPARTITION DES TYPES DE BROKER PAR CAS

	Tegumen	Lithos	Pulex	Mega	Total
<i>Banques universelles</i>	81 (39,9%)	117 (48,7%)	93 (53,8%)	278 (47%)	569 (47,1%)
<i>Banques privées</i>	19 (9,4%)	32 (13,3%)	27 (15,6%)	56 (9,5%)	134 (11,1%)
<i>Banques d'investissement</i>	31 (15,3%)	19 (7,9%)	3 (1,7%)	140 (23,6%)	193 (16%)
<i>Courtiers indépendants</i>	72 (35,5%)	72 (30%)	49 (28,3%)	94 (15,9%)	287 (23,8%)
<i>Recherche indépendante</i>			1 (0,6%)	11 (1,9%)	12 (1%)
<i>Alliance Bernstein</i>				13 (2,2%)	13 (1,1%)
<i>Total</i>	203	240	173	592	1208

Quelques constats peuvent être établis sur la base de ces chiffres :

-l'importance de la couverture (nombre de rapports) apparaît liée à la taille (Mega se détachant nettement) mais aussi à la taille du flottant (Lithos est une valeur plus suivie que Tegumen, or, si sa capitalisation boursière totale est moins importante, son flottant est plus important) ; en même temps le suivi de Pulex apparaît étonnamment important, s'agissant d'une valeur moyenne contrôlée, avec un flottant nettement minoritaire. Un facteur plus spécifique doit être mentionné ici : considérée comme une valeur de haute technologie, Pulex avait été pris dans la « bulle » des années 1999-2000, puis dans la chute qui a affecté ensuite, en 2001-2002, l'ensemble de ces valeurs. L'année 2003 fut une année de « redécouverte » de cette société au plan boursier, au point que l'action Pulex réalisa cette année-là la plus forte hausse des valeurs du SBF 120. Cette « recovery » explique en partie la relative importance du suivi des analystes, ces derniers ayant logiquement intérêt à suivre des valeurs fortement volatiles dans la mesure où elles génèrent du courtage.

-la part du suivi par les banques d'investissement paraît, elle, assez bien liée à l'importance de la capitalisation boursière. On peut rappeler qu'il s'agit ici uniquement de banques américaines pour lesquelles le suivi des actions françaises s'inscrit dans le cadre de la couverture des marchés européens ; dans ce cadre, les capitalisations petites et moyennes ont peu de chances d'attirer l'attention. Mega est couvert par tous ces acteurs, Tegumen est couverte par 4 grands (Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman, Morgan Stanley) mais pas par Merrill Lynch, Lithos n'est couvert que par Merrill Lynch (mais de façon importante : 19 rapports sur la période), enfin Pulex n'a suscité en 3 ans que 2 rapports de Morgan Stanley et 1 de Lehman.

On peut enfin indiquer que les 5 brokers pour lesquels nous disposons du plus grand nombre de rapports sont la Société Générale (151), Exane (150), Oddo (109), UBS (81) et BNP Paribas (63), en rappelant à nouveau que pour ce dernier acteur il n'y a pas de rapport postérieur à mars 2004.

2. Localisation de l'analyste

La ville où était basée l'analyste, quand elle n'était pas clairement indiquée, a été repérée à l'aide des indicateurs téléphoniques, un numéro de téléphone de l'analyste étant toujours indiqué.

Ce codage a permis en particulier de prendre la mesure de l'importance du suivi de nos 4 cas hors de la place de Paris où ils sont cotés. Sur l'échantillon global de 1208 rapports, 651, soit 53,9%, ont été réalisés par des analystes basés à Paris, 423, soit 35%, par des analystes basés à Londres, 134, soit 11,1%, par des analystes basés dans d'autres villes. Le tableau 17 donne la décomposition entre ces 3 catégories pour les 4 cas.

De même que la couverture par les banques d'investissement, la proportion de couverture depuis Londres est clairement liée à la taille des sociétés, et il faut souligner qu'elle est majoritaire dans le cas de Mega. Les chiffres ne coïncident pas tout à fait puisque certaines banques d'investissement, dans le cas de Mega, assurent leur suivi depuis les Etats-Unis (New York pour Bear Stearns par exemple), et que le suivi depuis Londres inclut aussi celui de banques privées et de banques universelles : Mega est suivi depuis Londres par Crédit

Suisse, UBS, la BNP (puis Exane à partir de mi-2004), Citigroup⁷⁷ et Dresdner Bank, Tegumen par Crédit Suisse et UBS, Lithos par la BNP en 2003 et Deutsche Bank en 2004.

TABLEAU 19 : LOCALISATION DES ANALYSTES PAR CAS

	Tegumen	Lithos	Pulex	Mega
Paris	135 (66,5%)	197 (82,1%)	158 (91,3%)	161 (27,2%)
Londres	59 (29,1%)	43 (17,9%)	3 (1,7%)	318 (53,7%)
Autres villes	9		12	113
Total	203	240	173	592

3. Types de rapport

On peut distinguer deux grandes catégories de rapports d'analyste :

-ceux qui sont liés à une annonce de résultats ou de chiffre d'affaires : on peut distinguer dans ce cas les previews (rapports qui sortent juste avant l'annonce, et qui rappellent notamment les prévisions de résultat ou de CA et les mettent en perspective) et les réactions (rapports qui sortent juste après l'annonce, avec parfois plusieurs versions : une réaction « immédiate », courte, suivie plus tard dans la journée ou le lendemain d'une réaction plus développée, plus élaborée). Nous qualifierons ces rapports de rapports de maintenance, reprenant ainsi un terme utilisé par un des analystes interviewés pour les désigner, en notant qu'il s'agit des rapports dont la production, à intervalles réguliers, est obligatoire.

-les autres rapports, parmi lesquels il faut distinguer

-ceux qui sont consécutifs à une réunion d'analystes : les réunions d'analystes, souvent effectuées sous la forme de conférences téléphoniques, mettent en contact le responsable relations investisseurs ou le directeur financier de la société cotée et un certain nombre d'analystes qui, après son exposé, sont appelés à poser des questions. En règle générale ces réunions sont organisées juste après une publication de résultats.

⁷⁷ L'analyste de Citigroup que nous avons interviewé (le 7 décembre 2007) nous a indiqué que seuls 7 analystes sell-side de Citigroup étaient basés à Paris, contre environ 120 à Londres.

Nous avons toutefois distingué les rapports qui sortent après ces réunions des rapports de réaction aux résultats : dans les faits ces rapports intègrent souvent des considérations sur la stratégie de la société, issues des réponses aux questions posées lors de la réunion d'analystes, et qui ne figuraient pas nécessairement dans les rapports de réaction aux résultats ; quand un rapport se présentait à la fois comme réaction aux résultats et à une réunion d'analystes, nous l'avons classé en réaction aux résultats. Les rapports présentés comme consécutifs à un roadshow ont été classés avec les rapports « réunion analystes ». Enfin on trouve (seulement dans le cas Mega) quelques rapports de preview de réunion d'analystes, spécifiquement consacrés aux attentes des analystes sur ce que doit annoncer le directeur financier ou responsable relation investisseurs.

- ceux qui sont publiés en réaction à une information autre que les résultats ou le chiffre d'affaires (annonce ou rumeur de changement de périmètre, information sectorielle ou conjoncturelle majeure etc.).

- ceux qui sont consécutifs à une prise de contact avec le management de la société en-dehors du contexte des annonces de résultats ou chiffres d'affaires et des réunions d'analystes. Il s'agit alors plutôt de contacts en « one-to-one » (entre l'analyste et un ou des responsables, pas toujours identifié(s)).

- ceux qui sont publiés suite à une visite de site : il s'agit généralement d'une visite organisée par la société, qui invite quelques analystes à qui elle cherche à faire passer un message particulier.

- les rapports que nous avons qualifié de « généraux » : généralement plus longs et plus argumentés que les autres, ils sont publiés hors de tout contexte particulier de réaction à une annonce ou à une information. C'est souvent dans ces rapports que l'on peut observer des modifications du modèle de valorisation, voire du cadre interprétatif général. On peut y trouver une remise à jour générale sur la valeur mais aussi par l'exemple l'exploration de scénarios de rapprochement ou de spin-off, l'examen d'un point particulier (les rachats d'actions...) etc.

- quelques rapports consécutifs à la tenue d'une assemblée générale d'actionnaires.

- enfin quelques rapports que nous avons classé à part : annonces de lancement de couverture, d'arrêt de couverture ou de recommandation, de changement d'analyste.

La maintenance est majoritaire dans tous les cas : les rapports directement liés à une annonce de résultats ou de chiffres d'affaires sont au nombre de 138 dans le cas Tegumen (68% du total), 142 dans le cas Lithos (59,2% du total), 107 dans le cas Pulex (61,8% du total), 340 dans le cas Mega (57,4% du total). On en compte au total 727, soit 60,2% de l'échantillon total.

Les résultats plus détaillés par type de rapport sont donnés dans le tableau 18.

TABLEAU 20 : REPARTITION DES TYPES DE RAPPORT PAR CAS

	Tegumen	Lithos	Pulex	Mega	Total
<i>Preview résultat</i>	17	34	6	83	140
<i>Réaction résultat</i>	45	84	31	257	417
<i>Preview CA</i>	18	6	12		36
<i>Réaction CA</i>	58	18	58		134
<i>Preview réunion analystes</i>				10	10
<i>Réunion analystes</i>	8	28	20	55	111
<i>Réaction info</i>	18	13	8	72	111
<i>Réaction contact</i>	6	8	9	19	42
<i>Visite de site</i>		2		12	14
<i>Général</i>	28	38	23	74	163
<i>Réaction AG</i>	1	3	2		6
<i>Lancement, arrêt ou changement de couverture</i>	4	6	4	10	24
<i>Total</i>	203	240	173	592	1208

Nous avancerons ici l'idée que les rapports de maintenance sont surtout ou en tout cas fortement utilisés pour nourrir le consensus : c'est au moment des publications de résultats ou parfois de chiffre d'affaires que la focalisation sur le consensus est la plus nette, puisque le

premier point généralement mis en avant dans les médias financiers suite à une annonce de résultat ou de chiffre d'affaires est la question de savoir si les chiffres ont dépassé les attentes du marché ou au contraire « déçu » le marché, le « marché » signifiant ici le consensus, comme nous l'ont confirmé les journalistes interviewés.

Le type de rapport qui s'oppose le plus clairement à cette « maintenance », ce sont les rapports que nous avons qualifié de « généraux ». Divulgués en dehors du contexte des publications de résultats ou de chiffres d'affaires, ce sont eux qui contiennent généralement les idées et argumentaires plus élaborés, et qui donnent l'occasion aux analystes d'essayer de se distinguer et d'attirer l'attention des investisseurs de façon à la fois plus individualisée et plus approfondie. C'est là que les analystes jouent le plus clairement leur rôle de « producteurs de cadres » (frame-makers) dont l'importance a été soulignée par Beunza & Garud (2007). Cette fonction peut être aussi assuré par des rapports de lancement de couverture par exemple, d'autres types de rapports (réunion d'analystes, réactions à un contact, visites de sites) étant plutôt déterminés par des initiatives de la société couverte. Il faut remarquer que, dans les rapports qui, au vu de nos constats de la deuxième partie, semblent bien avoir eu un certain impact sur l'évolution du cours de la société couverte, nous trouvons un rapport de lancement de couverture (Merrill Lynch en avril 2003 sur Lithos) et un rapport de type général (Cheuvreux en décembre 2003 sur Tegumen), donc des rapports qui relèvent véritablement de l'initiative des brokers.

4. Pratiques de recommandation

A la lecture des rapports, la pratique des recommandations n'apparaît pas homogène d'un broker à l'autre. Deux points sont à relever en particulier :

-le nombre de positions possibles : on trouve des brokers qui admettent 3 positions (du type Buy, Hold, Sell ou Overweight, Equal Weight, Underweight), d'autres 4 positions (du type Selected List, Outperform, Underperform, Sell ou Strong Buy, Buy, Hold, Sell), d'autres 5 (du type Buy, Add, Hold, Reduce, Sell). Morgan Stanley se distingue avec 4 positions (Overweight, Equal Weight, Underweight, More Volatile) dont une (More Volatile) n'est pas vraiment une recommandation. Le nombre de positions possibles est mentionné explicitement dans 780 rapports (soit 64,6% du total) ; il ne l'est pas, en particulier, dans ceux d'Exane et de

la Société Générale. 431 rapports (soit 35,7% du total) mentionnent 3 positions ; c'est le cas notamment des rapports de BNP Paribas, Citigroup, Merrill Lynch et Crédit Suisse. 202 rapports (soit 16,7% du total) mentionnent 4 positions ; c'est le cas de ceux d'Oddo et de Cheuvreux. Enfin 147 rapports (soit 12,2% du total) utilisent 5 positions ; c'est le cas de ceux d'UBS qui, même s'ils mentionnent 3 positions avec une modulation en fonction de la volatilité, utilisent dans les faits des recommandations du type « Achat Fort » ou « Vente Forte ».

Notons par ailleurs que nous trouvons des rapports ne comportant pas de recommandation explicite : à de très rares exceptions près, il s'agit uniquement des 42 rapports de Natexis qui donnent une « juste valeur » que nous avons considérée comme un objectif de cours, mais pas de recommandation clairement affichée, même si dans le corps du texte du rapport on trouve (pas toujours) des formulations du type « nous avons une vue positive » ou « nous conservons une vue neutre ».

-la caractérisation de la recommandation comme relative au secteur (« stock vs. sector ») ou relative à l'ensemble des valeurs couvertes par l'analyste (« stock vs. analyst coverage universe »), ce qui revient au même dans la pratique, les analystes sell-side étant tous spécialisés sur un secteur ou sous-secteur⁷⁸. Les rapports d'Oddo se distinguent avec 3 recommandations : « stock vs. market » (sur l'action relativement au marché dans son ensemble), « stock vs. sector » et « sector vs. market ». Nous avons constaté dans ces cas que lorsqu'un de ces rapports mentionne et argumente un changement de recommandation (et qu'il est perçu comme marquant un changement de recommandation), c'est de la recommandation sur le titre relativement au secteur qu'il s'agit : même dans le cas d'Oddo où on trouve aussi une recommandation sur le titre relativement au marché (et dans ce cas effectivement une baisse du cours après une recommandation à l'Achat prouve bien une mauvaise recommandation), les changements de recommandation mentionnés comme tels sont bien ceux qui portent sur les recommandations relatives au secteur.

Cette caractérisation est assez fréquente et revient à dire, par exemple, qu'une valeur qui est recommandée à l'Achat ne l'est que relativement aux autres valeurs de son secteur. Cela signifie, par exemple, que quand une valeur recommandée à l'Achat baisse dans la période qui suit, cela n'implique pas du tout (comme on le lit et l'entend souvent dans les

⁷⁸ Il faut mettre à part le cas des analystes spécialisés sur les valeurs petites et moyennes, qui peuvent couvrir des valeurs de secteurs très différents, mais dont le seul point commun est une capitalisation boursière inférieure à un certain seuil. C'est le cas, par exemple, de l'analyste de Citigroup que nous avons interviewé.

médias financiers) que l'analyste a fait une mauvaise recommandation : si celle-ci, comme c'est souvent le cas, était relative au secteur, il ne s'est trompé *que si la valeur en question baisse plus que ses comparables (valeurs cotées du même secteur)*, ce qu'on peut vérifier en pratique en comparant l'évolution du cours de l'action à celui d'un indice sectoriel dont elle fait partie.

581 rapports (soit 48,1% du total) précisent explicitement que la recommandation qu'ils mettent en avant est relative au secteur ou à l'univers de couverture de l'analyste. C'est le cas notamment des rapports d'Exane, Oddo, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Suisse, Morgan Stanley, Goldman Sachs et Lehman⁷⁹. Nous trouvons donc pratiquant ce type de recommandation 4 grandes banques américaines dont 3 banques d'investissement dominantes, ainsi qu'Exane qui est, sur nos 3 années étudiées, constamment classé meilleur broker sur les valeurs françaises dans le classement de l'Agefi. Le pratique de la recommandation relativement au secteur, si elle ne représente pas tout à fait la majorité absolue de l'échantillon, apparaît en tout cas comme dominante en termes de légitimité, puisque pratiquée par des acteurs particulièrement influents et/ou légitimes. Si un constat peut être dégagé de l'examen des formes de recommandation, c'est bien celui-là, qui transcende d'une certaine façon la diversité existant en termes de nombre de positions.

Cela s'explique assez simplement par les pratiques des gérants auxquels ces rapports sont adressés en priorité : la plupart d'entre eux, en effet, et en tout cas les acteurs les plus importants parmi eux, ont adopté un style de gestion benchmarké, ce qui signifie que leur portefeuille est géré par rapport à un indice de référence. Concrètement, les titres qu'ils détiennent sont les titres inclus dans cet indice, et le poids relatif de chaque titre dans leur portefeuille ne doit s'écarter que dans une mesure assez modérée du poids de la valeur dans l'indice⁸⁰. Cela implique que les analystes ne leur donnent pas de recommandation d'« Achat » ou de « Vente » mais de « Sur-pondération » ou « Sous-pondération ». Ces recommandations peuvent être formulées au niveau d'un secteur (on peut décider de surpondérer ou sous-pondérer les valeurs d'un secteur donné dans un benchmark

⁷⁹ Par ailleurs les recommandations d'UBS (81 rapports) sont données relativement à un rendement normal défini comme suit : « the one-year local interest rate plus 5% (an approximation of the equity risk premium) ».

⁸⁰ Quand il ne s'en écarte pas du tout, la pratique de gestion correspondante est qualifiée d'indicielle, puisqu'il s'agit simplement de répliquer un indice. Les gérants qui la pratiquent n'ont pas besoin de recourir à des analystes, puisque la composition de leur portefeuille suit rigoureusement celle d'un indice de référence.

multisectoriel), et, quand elles sont formulées au niveau d'un titre pris isolément, elles concerneront le poids qu'il faut donner à ce titre parmi les valeurs de son secteur, ce qui explique que, dans un rapport consacré à un titre, ce soit la recommandation « stock vs. sector » qui soit mise en avant. Dans un même rapport sur un même titre à un même moment, on peut donc parfaitement trouver une recommandation « Achat » (Surpondérer) sur le titre relativement au secteur, et une recommandation « Vente » (Sous-pondérer) sur le secteur relativement au marché. Cela signifie simplement que l'analyste pense que le titre devrait surperformer ses concurrents directs, et en même temps que les titres du secteur devraient sous-performer le marché dans son ensemble, deux propositions parfaitement compatibles. Nous constatons simplement ici l'adaptation des analystes aux pratiques de leurs clients, un point largement documenté par Chambost (2008) qui a parlé à ce sujet d' « encastrement institutionnel », une réalité que Tétréau (2005) a illustrée non sans humour⁸¹.

Un des analystes que nous avons interviewés s'est exprimé sur le statut des rapports (nous utilisons dans l'entretien le terme de « note »). Il les présente clairement comme des supports de relation client, dont les éléments doivent pouvoir être sollicités précisément en fonction des attentes des différents types de clients. La question des rapports vient à un moment de l'échange où il est question de la diversité de ces attentes.

A-T1 : *« vous avez pas du tout le même service pour un long only que pour un hedge fund event driven, vous avez pas le même service pour un spécialisé que pour un long only global monde, enfin c'est totalement différent, ça, après, c'est une segmentation interne que vous faites par profil de client et là qui est totalement différente. »*

Q – D'accord parce qu'effectivement comme il y a des attentes différentes néanmoins vous communiquez, enfin, il y a des éléments homogènes. Par exemple les notes que vous faites c'est les mêmes pour tout le monde mais après la différenciation elle se fait plus sur les autres éléments de service, sur les relations directes que vous avez etc. quoi

A-T1 : *« Voilà, bien sûr. Il faut savoir que les notes qu'on fait c'est juste des supports, c'est vraiment que des supports. Une note non marketée c'est une note qui ne sert à rien. Donc à partir de là, dans une note, quand j'écris une note je pense au buy-side spécialisé, je pense au buy-side généraliste, je pense au gérant spécialisé, je pense au gérant généraliste, c'est un fourre-tout ; maintenant au spécialiste eh bien il y aura qu'une partie du papier sur*

⁸¹ Cf. la description de sa discussion avec un gérant qu'il nomme significativement « John

laquelle on va rester et sur le généraliste on va regarder peut-être que la synthèse générale donc c'est un document fourre-tout... Par contre marketé ça change tout vous passez de 1 à 5 parce que c'est là où vous mettez l'accent sur les choses importantes, c'est là où vous mettez ça en perspective, c'est là où vous jouez l'événement etc. »

Le rapport ne constitue pour l'analyste qu'un support : dans ses relations avec les clients internes (vendeurs de la société de courtage) ou externes (analystes buy-side, gérants), un analyste décline son argumentaire oralement et sous une forme qui peut être simplifiée ou modulée en fonction des attentes de ses interlocuteurs. Il n'en demeure pas moins que l'étude de la production des analystes, si elle doit prendre un caractère systématique, doit selon nous se baser sur leurs rapports : ceux-ci, de par leur formalisme même, se prêtent à cette étude et incluent toutes les composantes des messages que délivrent les analystes. Or les constats que nous avons pu faire sur notre échantillon de rapports confirment bien leur caractère de support de la relation entre analystes et buy-side ou gérants : la domination des brokers les plus légitimes aux yeux des gérants, légitimité assez bien mesurée par ailleurs par le classement de l'Agefi, se retrouve lorsqu'on part d'une typologie des brokers mais aussi d'une typologie des rapports. Surtout, un examen des pratiques de recommandation fait ressortir que la pratique la plus légitime en la matière est directement ajustée aux besoins du mode de gestion d'actifs dominant. Le contenu des rapports, en somme, semble bien influencé à plusieurs niveaux par les attentes des professionnels de la gestion d'actifs. Ce point, qui pourrait paraître trivial (après tout, quoi d'étonnant à ce que des documents s'adaptent aux attentes de leurs destinataires ?) ne l'est pas lorsqu'on se penche sur la littérature sur les analystes en finance et comptabilité financière ; une grande partie de celle-ci, en effet, n'a de cesse de montrer que les analystes ne répondent pas aux attentes des investisseurs, comme nous allons le voir.

Chapitre 2 : La littérature sur les analystes ou le primat du conflit d'intérêts

La nature des relations qu'entretiennent les analystes avec d'autres acteurs a été au cœur d'une remise en cause de leur rôle au début des années 2000, qui fut occasionnée en particulier par l'éclatement de la bulle Internet (Sauviat, 2003). Les analystes furent largement accusés d'avoir contribué à la formation de la bulle, et cette contribution fut mise sur le compte de situations de conflits d'intérêts qui les auraient vus négliger l'intérêt des investisseurs censé commander une estimation correcte de la valeur fondamentale⁸² au profit de l'intérêt d'autres acteurs dont ils auraient subi l'influence via des relations de dépendance. Le fait est que nous ne pouvions aborder la question de la dimension relationnelle du travail des analystes sans nous positionner par rapport à cette problématique du conflit d'intérêts, dans la mesure en particulier où elle a inspiré un certain nombre de recherches, principalement en finance et comptabilité financière. Nous traiterons donc dans ce chapitre de la littérature qui s'est développée au cours des dix dernières années sur la dimension relationnelle du travail des analystes.

La problématique du conflit d'intérêts a, comme nous l'avons indiqué, servi de cadre à un certain nombre de recherches sur les analystes. En même temps, l'intérêt croissant envers cette catégorie d'acteurs n'a pas été étranger au développement d'études abordant la dimension relationnelle de leur travail sous d'autres angles.

⁸² Comme nous l'avons déjà exposé, l'intérêt réel des investisseurs ne réside pas nécessairement dans l'estimation correcte des fondamentaux mais dans l'anticipation correcte de l'évolution des cours : l'efficiences technique leur importe bien plus que l'efficiences fondamentale. L'accusation dont nous rendons compte ici a été surtout formulée *après* l'éclatement de la bulle, et ce qui est vraiment reproché n'est pas tant la contribution à la formation de la bulle que le fait de n'avoir pas prévu correctement son éclatement et/ou le timing de cet éclatement. Le même type de reproche a été largement fait aux économistes depuis le déclenchement de la crise financière en 2007-2008, toujours du même point de vue d'investisseur pour lequel le problème n'est pas la crise en soi mais la non-anticipation de la crise.

1. La thématique du conflit d'intérêts

Inspirée par la théorie de l'agence et plus précisément par sa perspective générale visant à « discipliner » tous les acteurs au service des investisseurs, cette littérature est marquée par le souci de comprendre ce qui fait que les analystes ne leur sont pas totalement soumis, ne sont pas « disciplinés » comme ils devraient l'être.

Dans cette perspective, le problème majeur que posent les analystes est qu'ils induisent en erreur les investisseurs en étant trop complaisants envers les sociétés dont ils assurent la couverture.

Cette complaisance est elle-même expliquée de diverses façons :

-par l'influence que ces sociétés sont en mesure d'exercer directement les analystes, en particulier par leur contrôle de l'accès à l'information privilégiée dont les analystes ont besoin.

-par la soumission au moins partielle des analystes aux intérêts des départements des banques d'investissements consacrés aux opérations d'introduction en Bourse ou de fusion-acquisition, ayant intérêt par exemple à assurer le succès des introductions via des recommandations positives.

-par la pression des responsables des départements de courtage dans lesquels ils travaillent pour qu'ils émettent des recommandations positives, plus aptes, pense-t-on, à attirer des investisseurs et donc à générer du courtage.

L'idée générale est que la valorisation est biaisée par des conflits d'intérêts (les analystes ne sont pas assez au service des investisseurs et trop à celui de leurs employeurs ou des sociétés qu'ils couvrent), souvent illustrée par le biais d'optimisme (prévalence des recommandations positives). La problématique a émergé dans le contexte de la « bulle Internet » des années 1998-2002 et d'une euphorie boursière sur les valeurs de haute technologie apparemment encouragée, entre autres, par les recommandations optimistes des analystes.

Cette problématique a fortement influencé législateurs et régulateurs, et plus largement les pratiques des acteurs des marchés financiers... Du côté des régulateurs, le « Settlement » américain de 2003 a inspiré en partie les règles introduites en France, dont la dernière en date est l'instauration de la commission à facturation partagée (transposition de l'*unbundling* britannique) : il s'agit de faire payer de façon distincte par l'investisseur l'exécution d'ordres et l'analyse financière, pour que cette dernière ne soit plus « offerte » dans le cadre d'une

prestation de courtage⁸³. L'idée est de faire en sorte que la recherche, étant facturée et offerte à part des prestations de courtage et/ou d'introduction en Bourse ou de fusion-acquisition, ne soit plus biaisée par les conflits d'intérêts avec ces activités.

Les banques de financement et d'investissement ou les départements de BFI des grands groupes bancaires ont isolé leurs branches de courtage de leurs autres activités en édifiant des « murailles de Chine », i.e. en appliquant des mesures visant à les séparer pour qu'elles se comportent les unes vis-à-vis des autres comme si elles étaient des sociétés distinctes.

On peut aussi rappeler que la mise en cause de Morgan Stanley par LVMH reposait sur la même problématique du conflit d'intérêts : le groupe français accusait précisément une analyste chargée du secteur du luxe chez Morgan Stanley d'avoir favorisé Gucci et défavorisé son concurrent direct LVMH dans ses travaux en raison du fait que Gucci était client des activités de banque d'investissement de Morgan Stanley.

La « mise en scène » des analystes dans le cadre de ce « récit » des conflits d'intérêts a inspiré depuis 2002 l'essentiel de la recherche en finance et en comptabilité financière sur les analystes⁸⁴. Divers travaux ont cherché à la fois à documenter le biais d'optimisme et à voir s'il existait un lien entre, d'une part, la production des analystes (recommandations et prévisions de résultats essentiellement) et d'autre part leurs liens avec les autres départements de banque d'investissement et/ou leur proximité avec les sociétés dont ils assurent la couverture. Les hypothèses de complaisance excessive envers ces sociétés et de conflits d'intérêts ont donc été testées sous diverses formes.

La recherche en finance décline sur ce sujet sa position traditionnelle, qui consiste à prendre le point de vue de l'investisseur et à ne poser des questions de recherche que de ce point de vue. Les analystes financiers sont donc toujours considérés comme des auxiliaires des investisseurs⁸⁵. Cela étant dit, l'approche des conflits d'intérêts a aussi modifié la perception que l'on pouvait avoir auparavant des analystes dans la discipline. Le point de vue d'investisseur demeure, on se pose toujours la question de savoir si la production des analystes apporte une plus-value à l'investisseur, mais on se la pose différemment. Au lieu de considérer le test du lien entre production des analystes et évolution des cours comme un cas

⁸³ Rappelons que cette disposition n'était pas en vigueur en France dans la période que nous étudions (2003-2005).

⁸⁴ La thèse de Sébastien Galanti (2006), axée sur la question du biais d'optimisme, en est un bon exemple récent.

⁸⁵ Fontowicz et Van Loye, (2004) sont assez typiques de cette approche.

particulier de test d'efficience, ce qui implique de considérer simplement les analystes comme des calculateurs, des estimateurs capables d'anticiper l'évolution du cours, et de les juger à cette aune, une vue plus concrète, plus « située » des analystes a été introduite : on s'est avisé qu'ils avaient des employeurs et qu'ils étaient en relation avec les représentants de sociétés cotées, tous dotés d'intérêts particuliers, et que ces intérêts pouvaient entrer en contradiction avec ceux des investisseurs pour le compte desquels les analystes sont censés produire des estimations.

Le problème, de notre point de vue, est précisément que cette introduction de la dimension relationnelle du travail des analystes s'est faite en conservant strictement le point de vue d'investisseur. Il est vrai que les analystes sont salariés de sociétés ou de structures de courtage qui font le plus souvent partie de grands groupes bancaires comportant des activités de banques d'investissement, et il est vrai aussi qu'ils peuvent avoir intérêt à conserver de bonnes relations avec les sociétés qu'ils couvrent. Mais la relation hiérarchique que suppose le lien salarial et les démarches de recherche d'information auprès des sociétés couvertes ne suffisent pas à elles seules, loin de là, à tout dire du jeu de relations dans lequel s'inscrivent les analystes.

Ces derniers, en effet sont en relation avec les investisseurs, relation qui peut être mise en œuvre de plusieurs façons (via les vendeurs de la structure de courtage, via les analystes buy-side, ou directement avec les gérants), et ces « investisseurs » peuvent être de nature diverse ; par ailleurs la relation des analystes avec les sociétés cotées qu'ils couvrent (via des interlocuteurs spécialisés : les responsables relations investisseurs) est de nature complexe, en premier lieu parce qu'elle est à double sens : si les analystes peuvent avoir besoin de cette relation pour rechercher certaines informations, les sociétés cotées en ont aussi besoin pour chercher à être perçues sous leur meilleur jour par la communauté financière. Cela sans parler des éventuelles relations avec les médias et du rapport complexe qu'entretiennent les analystes avec les consensus d'analystes dont, rappelons-le, ils ne maîtrisent pas la construction.

Tous ces points, que nous ne faisons ici qu'évoquer mais sur lesquels nous reviendrons plus précisément dans le Chapitre 4 de cette Troisième Partie, permettent de dire que, si l'on veut vraiment prendre en compte la situation dans laquelle opèrent les analystes, alors il faut le faire aussi complètement que possible, et pour cela il convient d'abandonner le point de vue

d'investisseur, ne serait-ce que pour réintroduire précisément les investisseurs dans l'objet de l'enquête⁸⁶.

Nous pouvons d'ores et déjà évoquer quelques travaux de recherche qui ont effectué cette réintroduction dans le cadre de l'analyse de l'aspect relationnel du travail des analystes.

2. Les autres approches

Dans une perspective néo-institutionnaliste, Fogarty & Rogers (2005) se sont penchés sur ce qui fait la légitimité des analystes sell-side face aux investisseurs, sur la façon dont se construit leur capacité à inspirer confiance en réduisant l'incertitude, par exemple en hiérarchisant l'information et en inscrivant leurs recommandations sur les sociétés cotées dans le cadre d'un « récit », d'une « histoire » (« a story line about the company », p. 340). Les hypothèses qu'ils testent vont surtout dans le sens d'une proximité des analystes avec le management des sociétés qu'ils couvrent : recours privilégié aux informations données par les sociétés, tendance à se fonder sur les évolutions passées, biais d'optimisme se manifestant à la fois par une attention plus grande aux bonnes nouvelles qu'aux mauvaises et par une appréciation positive des projets stratégiques du management. Elles sont testées sur la base d'une analyse de contenu de rapports d'analystes. Le thème de l'alignement sur les intérêts des sociétés couvertes est donc repris : les analystes peuvent se détourner des intérêts des investisseurs, mais cet intérêt est compris différemment : ce qui fonde, pour ces auteurs, la légitimité des analystes auprès des investisseurs n'est pas vraiment la performance de leurs recommandations mais leur capacité à produire une mise en récit ou une interprétation susceptible de retenir l'attention, de nourrir la réflexion et de lui fournir un cadre.

C'est précisément la vision des analystes comme « producteurs de cadres » (frame-makers) qui est développée par l'article, déjà évoqué en introduction, de Beunza & Garud (2007). Ces derniers précisent que cette fonction a vocation à se développer plus particulièrement dans les situations les plus marquées par l'incertitude knightienne.

Par ailleurs, si dans les faits les analystes sont au service des investisseurs, présupposer théoriquement qu'ils le sont conduit à ne pas voir la tension, voire la contradiction existant entre cette situation et leur fonction officielle d'estimateurs de la valeur

⁸⁶ Le livre de témoignage de Tétreau (2005) peut être lu sous cet angle : une de ses lignes directrices est

fondamentale des titres. Cette tension, nous l'avons mise en évidence au plan théorique sur la base de la distinction entre efficacité technique et efficacité fondamentale, mais elle se manifeste aussi en pratique. C'est un des points que la thèse de Chambost (2008) met en évidence.

Cette recherche a étudié en détail comment le jugement des analystes sell-side se forme en fonction de modalités d'« inscription sociale » qui les amènent à articuler les modélisations de valorisation « fondamentale » qui fondent leur légitimité professionnelle avec une perception de la façon dont « le marché », représenté pour l'essentiel par les clients avec qui ils sont en contact, qualifie l'information. Elle s'est fondée principalement sur des entretiens avec des analystes sell-side, mais aussi avec des buy-side, des vendeurs et des gérants, ce qui lui a permis de reconstituer finement le jeu de relations sociales dans lequel s'inscrit le travail de ces analystes. Ces derniers y apparaissent comme socialement inscrits dans une relation étroite avec leurs clients, qui les fait ses « caler » sur les modes de fonctionnement et les attentes de ces derniers.

Ces différentes approches n'ont pas comme seul point commun de remettre au cœur de l'analyse la relation analystes – investisseurs. Elles remettent aussi en cause deux présupposés souvent inaperçus de la problématique des conflits d'intérêts et du récit qui s'est construit autour. Ces deux présupposés sont :

- une forte influence des analystes sur les investisseurs : si les analystes surévaluent les titres mais que les investisseurs ne les suivent pas, le problème disparaît. La mise en cause des analystes n'est fondée que si l'on suppose qu'ils ont une influence significative sur l'évolution des cours.

- une forte dépendance, voire une soumission marquée des analystes envers les sociétés qu'ils couvrent (via le caractère stratégique de l'accès à l'information privilégiée) ou les départements de banque d'investissement déjà évoqués (via les incitations de la hiérarchie traduisant une politique générale de la BFI).

Le premier point paraît déjà discutable si l'on considère que les investisseurs ne sont pas, dans leurs relations avec les analystes, focalisés sur les recommandations et donc incités à les suivre. Il l'est encore plus si l'on considère, à l'instar de Chambost (2008), que la relation entre gérants et analystes, tout comme la relation entre analystes et sociétés cotées, est

à double sens : si les gérants écoutent les analystes, les analystes écoutent aussi les gérants, notamment dans la mesure où c'est ce qui leur permet de comprendre les stratégies et, plus finement, les modes de qualification de l'information mis en œuvre par les acteurs qui constituent effectivement le marché, qui prennent effectivement les décisions d'achat ou de vente. De notre côté nous avons, dans la Deuxième Partie, mis en évidence sur les cas et la période étudiés que les évolutions significatives des cours ne paraissaient pas, dans l'ensemble, déterminées par les prises de position des analystes.

Le deuxième point cadre assez mal avec les études évoquées, en particulier la description par Chambost de l'inscription sociale des analystes ne les montre pas comme déterminés prioritairement par les intérêts des sociétés qu'ils couvrent ou de départements de banque d'investissement du groupe dont ils sont salariés. Les entretiens que nous avons menés avec des analystes remettent aussi en cause cette hypothèse, comme nous allons maintenant le voir.

Chapitre 3 : La dimension relationnelle du travail des analystes : ce que laissent voir les entretiens

Nous allons d'abord replacer les entretiens avec les analystes dans la perspective de la démarche de recherche globale pour présenter de façon plus générale l'ensemble des entretiens réalisés, avant de rendre compte de ce qu'ont donné, dans les entretiens avec les analystes, l'abord de deux thèmes choisis pour mettre à l'épreuve la problématique des conflits d'intérêts appliquée aux analystes.

1. Présentation générale des entretiens

Dans l'ensemble des opérations de recueil de données que nous avons réalisé pour la thèse, la collecte des articles de presse sur la base Factiva est intervenue en premier, au cours de l'année 2006. La passation des 19 entretiens, quant à elle, s'est déroulée sur une période assez longue, le premier ayant eu lieu en juin 2006, le dernier en juillet 2008. Le recueil de l'échantillon de rapports d'analystes sur lequel nous avons travaillé a été achevé fin 2007, leur codage et le rapprochement avec les changements de tendance des cours étant réalisé à l'été 2008 ; les recoupements à partir des 10 plus fortes variations du cours de chaque valeur ont été réalisés ultérieurement, en avril et mai 2010.

Si nous évoquons ici cette chronologie, c'est pour faire comprendre dans quel état d'esprit et dans quelle perspective nous avons réalisé les entretiens. Initialement, nos démarches de recherche ont été orientées par l'idée que l'évolution des cours dépendait largement de l'« opinion du marché », de la façon dont les investisseurs forment leur opinion et dont cette opinion peut à l'occasion acquérir une certaine consistance en se polarisant dans un sens ou dans l'autre. L'étude des médias pour repérer quels étaient les acteurs légitimés dans l'espace public pour estimer la valeur fondamentale des titres, étude sur laquelle nous nous sommes appuyés dans la première partie, répondait d'abord à cet objectif. Une fois mise en évidence de cette façon la prééminence des analystes dans l'expression publique de la

valeur fondamentale, il nous a paru pertinent de chercher à tester les deux présupposés de la problématique dominant alors le champ de la recherche sur la relation entre production des analystes et évolution des cours, à savoir la problématique des conflits d'intérêts.

L'un de ces présupposés était, nous l'avons vu, que les analystes étaient plutôt enclins à la complaisance envers les sociétés qu'ils couvrent et/ou envers certains départements de banque d'investissement des groupes bancaires dont ils étaient salariés. Il nous est apparu que des entretiens avec des analystes pourraient nous permettre de vérifier si effectivement les relations avec ces acteurs étaient déterminantes pour eux. Sans les interroger directement sur la question, qui était alors encore assez sensible à leurs yeux⁸⁷, nous avons choisi d'aborder avec eux deux thèmes pouvant permettre de faire émerger la réponse : le premier était l'importance relative des relations avec les clients et des relations avec les sociétés cotées couvertes, le second la façon dont ils étaient, en tant qu'analystes, évalués et contrôlés. Le premier thème est venu d'une prise en compte du constat que, si les analystes sont, sous l'angle de la légitimité professionnelle, des estimateurs de la valeur fondamentale, ils sont, sous l'angle de leur positionnement dans la communauté financière, des intermédiaires entre les sociétés cotées et « le marché », concrètement incarné par des gérants, i.e. les acteurs qui prennent effectivement les décisions de gestion de portefeuille ; dès lors il nous semblait que le moyen le plus simple de tester l'hypothèse du caractère stratégique et déterminant de leur relation avec les sociétés couvertes était de la mettre en balance avec leur relation avec les gérants, pour voir laquelle des deux était la plus déterminante. Le deuxième thème, celui des modes d'évaluation et de contrôle, nous est apparu comme une façon d'appréhender plus généralement de quels types d'acteurs et sur quels modes, de quelles façons les analystes étaient dépendants, l'évaluation et le contrôle étant posés comme des instrumentations objectivées de relations de dépendance.

L'autre présupposé de la problématique des conflits d'intérêts était la forte influence des analystes sur les investisseurs et *in fine* sur les cours. Ayant traité cette question dans la deuxième partie, nous n'y reviendrons pas sur le fond ; nous remarquerons simplement que nous n'avons obtenu les résultats donnés dans la deuxième partie qu'après la passation de l'essentiel des entretiens, donc dans une période où, pour nous, cette hypothèse de l'influence des analystes sur le cours n'était pas encore fortement remise en cause.

⁸⁷ Nous avons eu un témoignage direct de ce caractère sensible lors de notre premier entretien avec un analyste.

Un autre enjeu, présent dès le départ, de notre démarche de recherche sur la relation entre évolution des cours et « opinion du marché » était la capacité à documenter de façon assez précise les modalités de cette relation. C'est une des raisons qui nous ont fait opter pour un travail sur un nombre limité de cas sur une période limitée⁸⁸.

Cette restriction du terrain de recherche a contraint le choix des analystes à interviewer : il fallait d'abord trouver des analystes ayant couvert ces cas précis pendant cette période précise. Elle a déterminé aussi le choix du troisième thème des entretiens avec ces analystes : il fallait qu'ils s'expriment sur ce que ces cas avaient de spécifique et sur ce qui leur était arrivé pendant la période de trois ans que nous avons choisi d'étudier. Elle nous a enfin incités à interviewer d'autres acteurs, choisis en fonction de leur capacité à nous éclairer sur ce terrain précis sur la relation entre évolution des cours et « opinion du marché » telle qu'elle était formulée en particulier par les analystes. Ces autres acteurs sollicités ont été :

-les responsables relations investisseurs de nos cas : il s'agit en effet précisément des personnes chargées, au sein de ces sociétés, de gérer la communication avec la communauté financière et plus précisément avec les acteurs prenant position sur le titre, en particulier avec les analystes (Mottis & Zarlowski, 2003). Trois des quatre responsables relations investisseurs de nos cas ont accepté de nous recevoir.

-des journalistes : nous avons interviewé trois journalistes travaillant pour des médias pratiquant le conseil financier et patrimonial et ayant directement formulé des recommandations sur au moins un de nos cas dans la période considérée. Il s'agissait d'obtenir des éléments de compréhension, notamment sur le rapport entre médias et analystes et sur le statut des conseils et des valorisations pratiqués par les médias eux-mêmes, et dont nous avons vu en première partie que, sans être dominants, ils avaient une importance non négligeable.

-le responsable du département Finance de TNS Sofres : un des journalistes interrogés ayant attiré notre attention sur le « baromètre d'image financière » produit par cette société, nous avons souhaité interviewer la personne qui, en son sein, avait supervisé la mise en place de cette enquête. Il s'agissait de comprendre comment, de son point de vue, la notion d'« opinion du marché » pouvait avoir une consistance et être un objet d'étude et de recherche.

-deux consultants travaillant pour les services de relations investisseurs. Il s'agit là d'acteurs que nous n'envisagions pas de rencontrer au départ et dont nous ne connaissions pas

⁸⁸ L'autre justification était, comme nous l'avons indiqué par ailleurs, que cela permettait dans une

vraiment l'existence ou en tout cas le rôle précis. C'est en fait au cours des entretiens avec les responsables relations investisseurs que l'importance de ces acteurs est apparue dans le cadre de notre approche, dans la mesure en particulier où il apparaissait que ces acteurs jouaient un rôle de mise en relation directe des responsables relations investisseurs avec les investisseurs, tendant à la limite à « court-circuiter » les analystes, à les concurrencer dans ce rôle. Rencontrer des acteurs de ce type, dès lors, pouvait nous aider à mieux comprendre le jeu de relations activé dans la mise en relations entre les sociétés cotées et « le marché ».

Si, dans ce chapitre, nous nous focaliserons, comme annoncé, sur les analystes, il nous a néanmoins semblé que c'était à ce stade que nous devions présenter une vue d'ensemble des entretiens réalisés. Nous l'avons fait sous la forme d'un tableau qui les présente dans l'ordre chronologique.

Les intervenants sont désignés par des noms de code qui commencent par A pour les analystes, RI pour les responsables relations investisseurs, J pour les journalistes, C pour les consultants. Tous les entretiens ont été enregistrés, sauf celui avec J1, pour lequel nous avons pris des notes. C3 a refusé l'enregistrement lors d'un premier entretien, mais accepté ensuite un second entretien enregistré, que nous avons finalement seul pris en compte. Enfin, dans le cas de A-T3, nous avons pris quelques notes sur la conversation qui s'est poursuivie après la fin de l'enregistrement. Les entretiens étaient tous semi-directifs, d'une durée d'environ 30 minutes.

Dix analystes ont été interviewés. Si cet échantillon peut paraître réduit, il faut souligner que les contraintes étaient fortes : pour ces entretiens menés entre avril 2007 et avril 2008, nous avons dû retrouver des analystes ayant suivi un de nos cas dans la période 2003-2005, ce qui posait déjà problème en raison du turnover des analystes, important dans les années postérieures à 2003 suite à la « crise du sell-side » déjà évoquée. Ensuite, en raison de notre activité professionnelle, nous avons choisi de n'interviewer que des analystes basés à Paris, ce qui limitait là encore l'échantillon potentiel (particulièrement dans le cas de Mega, dont le suivi s'effectue principalement à Londres). Enfin se posait pour nous le problème de l'accès à un univers professionnel qui nous était totalement étranger. Tous ces facteurs font

que l'échantillon interrogé est finalement non négligeable au regard de l'échantillon potentiellement « interrogeable ».

Tous les analystes interrogés ont couvert un de nos cas dans la période étudiée : A-M1 et A-M2 suivaient Mega, A-P1 et A-P2 Pulex, A-L1, A-L2 et A-L3 Lithos, A-T1, A-T2 et A-T3 Tegumen. Tous étaient, au moment de l'entretien, toujours en poste. Pour les identifier et les contacter, nous avons d'abord relevé, lors d'une première consultation de la base Thomson Research à HEC, les noms et coordonnées des auteurs basés à Paris de rapports d'analystes sur nos cas dans la période étudiée. Nous avons aussi relevé, lors de la consultation de la base Factiva, les noms des analystes cités dans les médias financiers ; dans les quelques cas où ces analystes n'apparaissaient pas comme auteurs dans les rapports relevés sur la base Thomson, nous avons recherché leurs coordonnées via une requête sur Google. L'obtention de rendez-vous a été longue et difficile : après une première série de courriers et de relances téléphoniques restée infructueuse, une deuxième série accompagnée du papier que nous avons présenté en novembre 2006 aux 1ères Journées doctorales du GDR Economie & Sociologie (papier dont le terrain était essentiellement constitué des articles relevés sur Factiva) a permis d'aboutir aux premiers entretiens au printemps 2007. D'autres ont été reportés à plusieurs reprises pour se dérouler finalement fin 2007 ; entretemps, nous avons envoyé d'autres courriers, accompagnés cette fois du papier présenté au congrès SASE de Copenhague (juin 2007), ce qui a débouché sur les derniers entretiens, début 2008. La production de papiers de recherche intermédiaire montrant que nous avons effectivement travaillé la question de l'« opinion du marché » a apparemment permis, dans quelques cas au moins, de surmonter l'obstacle que représentait notre extériorité au milieu.

TABLEAU 21 : PRESENTATION GENERALE DES ENTRETIENS

Type d'intervenant	Code	Date d'entretien	Organisation	Ancienneté dans la fonction	Diplôme (s) et parcours antérieur
Journaliste	J1	29/06/2006	Hebdomadaire de conseil financier	6 ans	Licence sciences éco, Maîtrise et DEA en Communication
Journaliste	J2	05/10/2006	Hebdomadaire de conseil financier	7 ans	Maîtrise d'histoire
Journaliste	J3	05/10/2006	Hebdomadaire de conseil financier	6 ans	Maîtrise de finance + « une grande école »
Chef de département dans une société d'études	C1	22/01/2007	Grand groupe d'études		
Analyste	A-M1	30/04/2007	Banque universelle	17 ans	
Analyste	A-P1	07/05/2007	Banque universelle	7 ans	« Fonctions financières » pendant 6 ans dans 2 groupes industriels
Relations investisseurs	RI-T	28/05/2007	Tegumen	8 ans	
Relations investisseurs	RI-L	29/05/2007	Lithos	8 ans	
Relations investisseurs	RI-M	19/06/2007	Mega	4 ans et demi	
Analyste	A-L1	27/06/2007	Courtier indépendant	5 ans	Ecole de commerce
Analyste	A-P2	21/09/2007	Banque universelle	10 ans	
Consultant « market intelligence »	C2	15/10/2007	Société d'études anglo-saxonne	5 ans	
Analyste	A-T1	10/12/2007	Banque universelle	13 ans	ESC Montpellier, 5 ans d'audit (dans un des « Big Five »)
Analyste	A-L2	13/12/2007	Banque universelle	6 ans	« Etudes en finance » + DESS
Analyste	A-M2	27/12/2007	Banque universelle	20 ans (12 ans chez l'employeur actuel)	IEP Paris, DEA Sciences économiques, 3 ans au ministère de l'Industrie.
Analyste	A-T2	24/01/2008	Courtier indépendant		

Analyste	A-T3	24/02/2008	Banque universelle	7 ans (3 ans chez l'employeur actuel)	ENSAE, 18 mois consultant en stratégie
Analyste	A-L3	29/04/2008	Banque privée	8 ans (7 chez l'employeur actuel)	Ecole de commerce, a « fait de la gestion » 1 an dans une banque de taille moyenne, puis 3 ans de financement de projet dans une autre banque.
Consultante « relations investisseurs »	C3	09/07/2008	Dirige un cabinet de conseil indépendant (8 personnes)	5 ans	HEC, audit (dans un des « Big Five »), direction financière d'un groupe industriel

Nous avons présenté aux analystes interrogés notre travail comme un travail doctoral axé sur la formation de l' « opinion du marché », à la fois parce que c'est une notion que nous cherchions à mieux cerner au début de ce travail mais aussi parce que nous ne souhaitons pas aborder directement la question de l'influence des analystes sur les cours, cette question étant, pour les intéressés, à la fois sensible (l'affaire LVMH-Morgan Stanley était alors toute récente) et étrangère à leur légitimité professionnelle, qui est avant tout fondée sur l'estimation de la valeur fondamentale des titres (Chambost, 2008).

De façon plus générale, la communauté financière est profondément marquée, dans ses institutions et dans son langage en particulier, par l'idée que le marché est censé dire la vérité de la valeur et que, quand ce n'est pas le cas, ce ne peut être que l'effet d'erreurs de jugement, de biais ou de manipulations. Si les analystes, gérants, régulateurs, journalistes spécialisés etc. disent et admettent volontiers (et plus encore depuis le déclenchement de la crise financière) que le marché ne dit pas la vérité, ils sont beaucoup moins prêts à reconnaître qu'il n'existe pas de vérité objective de la valeur et que donc le marché ne peut pas être un outil de vérification. Admettre cela, en effet, serait remettre en cause la notion même de manipulation de cours (qui est, rappelons-le, inscrite dans la loi) ainsi que celle de transparence. Ce serait renoncer à l'idée qu'il existerait une vérité non manipulée de la valeur des titres qu'une circulation parfaite de l'information (ainsi que, dans la perspective de la finance comportementale, une forme de contrôle des comportements et des émotions) permettrait aux marchés financiers de produire, un idéal à l'aune duquel on pourrait juger les marchés

réellement existants. Le problème que posent ces derniers n'est pas, nous l'avons dit, qu'ils ne produisent pas une vérité objective, mais que le jugement qu'ils produisent, et qui n'est qu'une forme de jugement parmi d'autres possibles, ne soumet pas les objets qu'il valorise à une épreuve juste. Une épreuve juste est épreuve de quelque chose, et ce « quelque chose », ce critère ou cette combinaison de critères, doit être connu de tous à l'avance, clairement défini et doté d'un minimum de stabilité. Ce n'est pas le cas sur les marchés financiers⁸⁹.

Evoquer devant des analystes leur influence sur les cours risquait trop d'être compris comme une mise en cause personnelle : dans le cadre idéologique que nous avons décrit, quand des acteurs influencent les cours, ce ne peut être que pour les faire dévier de la vérité. Il nous a donc paru plus adéquat de ne pas l'évoquer directement, l'abord des relations avec les clients dans le cadre de la construction de l'opinion du marché permettant d'apporter des éléments concrets sans que les personnes interrogées risquent de se sentir mises en cause.

Avec les analystes, les entretiens portaient sur les trois thèmes déjà décrits : importance relative des relations avec les clients et avec les émetteurs, modes d'évaluation et de contrôle de ce travail, « histoire boursière » du cas sur la période. Les deux premiers, conçus pour tester la problématique des conflits d'intérêts, répondent aussi à l'objectif de comprendre la dimension relationnelle du travail des analystes. Ils mettent en œuvre une approche relationnelle appliquée aux analystes en tant qu'acteurs. Le troisième thème permet de mieux contextualiser cette approche, et aussi, dans une certaine mesure, de faire apparaître comment la dimension relationnelle du travail des analystes est mise en œuvre de façon

⁸⁹ Même dans les cas où les membres de la communauté financière admettent que le marché ne produit qu'un jugement et non une vérité objective, il demeure chez eux l'idée qu'il n'existe pas d'autre forme de valorisation qui soit préférable. L'idée que le jugement résultant de l'agrégation instantanée d'un grand nombre de positions individuelles formellement indépendantes est le meilleur possible est peut-être le cœur de ce qu'on pourrait appeler l'« idéologie des marchés ». Récemment popularisée et généralisée par l'ouvrage à succès « La sagesse des foules » (Surowiecki, 2008), cette idée ne se heurte pas seulement au fait que les jugements des individus ne sont, bien souvent, pas indépendants les uns des autres, mais plus fondamentalement à la question de la justice des critères de jugement, qui n'est pas posée dans cette approche. On peut rapprocher ce point de l'idée exprimée par Philip Mirowski suivant laquelle le cœur de l'approche néoclassique n'est pas l'idée que les marchés sont parfaits mais l'idée que les marchés sont le meilleur mode de traitement de l'information. Peut-être faudrait-il repartir du fait qu'il y a une considérable différence entre produire de la connaissance et produire des jugements. Les marchés financiers produisent des valorisations qui ne relèvent pas de la connaissance et ne peuvent en relever (sauf à admettre, comme le relevait André Orléan, « l'hypothèse d'objectivité du futur »), mais qui sont des jugements lourds de conséquences. La popularité de la thèse de Surowiecki vient probablement de ce qu'elle joue sur le glissement entre les deux notions : les exemples qu'il donne sont le plus souvent des cas où des jugements sont comparés à ce que peut donner la connaissance, i.e. une proposition dont on peut mesurer la validité par rapport à un critère posé a priori ; c'est précisément ce critère posé a priori qui n'existe pas dans le cas des marchés financiers et qui fait qu'on ne peut y parler de « sagesse des foules », non parce que les « foules » en cause ne seraient pas « sages », mais parce qu'il n'existe pas, dans la valorisation des actifs financiers, de critère défini a priori de ce qui est « sage » ou non.

différenciée selon les cas. Des passages des entretiens consacrés à ce troisième thème ont été utilisés dans la Deuxième partie, dans les chapitres consacrés aux différents cas.

Nous en venons maintenant à la présentation de ce qui ressort des entretiens avec les analystes sur les deux premiers thèmes successivement.

2. Relation client, relation émetteurs

Il est utile de préciser ici que la notion de « relation client » recouvre en fait aux yeux des analystes plusieurs types de relations et de pratiques. Le point commun est qu'il s'agit toujours de la relation « aval », i.e. avec des acteurs à qui la production de l'analyste, en particulier ses prévisions et recommandations, est destinée. Simplement cet « aval » se présente sous différents visages :

-il y a d'abord, au sein même de la structure de courtage, les vendeurs de la salle de marché, avec lesquels les analystes sont en contact de façon formelle lors des « morning meetings », ces réunions qui se tiennent le matin avant l'ouverture du marché et au cours desquelles les analystes doivent présenter leurs recommandations de façon concise et frappante. Edouard Tétreau en a donné des descriptions intéressantes dans son livre (Tétreau, 2005). Les analystes sont aussi en contact avec les vendeurs en d'autres occasions moins formalisées.

-il y a ensuite, au sein des sociétés de gestion, les analystes buy-side. Ce passage obligé par le buy-side est apparemment de règle pour les sociétés de gestion les plus importantes.

-enfin, les analystes sell-side peuvent être en contact direct avec des gérants, en particulier si ces derniers travaillent dans le cadre de structures plus modestes et/ou d'une certaine façon atypiques, comme les hedge funds.

Du côté « amont », plus précisément du côté des sociétés suivies, les choses sont relativement plus simples : les analystes y ont généralement un interlocuteur dédié qui est le responsable relations investisseurs. Dans les plus grands groupes, qui disposent d'un service relations investisseurs assez étoffé, une certaine division du travail s'est développée au sein du service, qui fait que la personne spécialisée sur le contact avec les analystes peut ne pas en avoir la responsabilité générale ; c'est le cas, nous le verrons plus loin, chez Mega. Par

ailleurs les analystes peuvent avoir accès au directeur financier, éventuellement au président, voire à des responsables de divisions.

La question de la place relative de la relation client et de la relation aux sociétés a d'abord été abordée en termes de temps consacré à l'une ou à l'autre ; progressivement, la question de l'importance relative a été abordée plus directement.

L'analyste A-L2, spécialisé sur les valeurs moyennes, présente les choses de façon assez équilibrée :

« disons que si vous regardez la journée ou le travail que je fais c'est environ, je dirais 30-40% c'est le marketing, c'est-à-dire parler avec les clients, aller faire du marketing directement, 30-40% c'est d'écrire les rapports, bien le reste c'est parler avec les sociétés, faire de la recherche prospective c'est-à-dire aller voir les sociétés qu'on couvre pas, essayer de trouver des idées, des choses comme ça. »

Il est toutefois le seul à le faire : tous ses collègues mettent l'accent sur la prééminence de la relation client, même s'ils le font de différentes façons.

Ainsi, A-P1 et A-L1 replacent-ils la relation avec les émetteurs dans le cadre du temps consacré à la recherche d'information ; dans ce cadre, qui les occupe moins que la relation client, les sociétés couvertes sont une source d'information parmi d'autres, pas forcément la plus intéressante d'ailleurs pour AL-1.

A-P1 : [répondant à une question sur ce qui prend le plus de temps entre relation client et relation émetteurs] *« C'est plus la relation client c'est-à-dire on n'a pas tous les jours l'occasion de parler aux émetteurs et puis de toute façon on fait beaucoup d'analyse aussi par nous-mêmes, les données publiques sont déjà très importantes et sont parfaitement exploitables. Bon maintenant, quand on a un besoin d'éclaircissement sur un certain nombre de choses, un besoin d'informations complémentaires, on va dire bon effectivement on décroche son téléphone vis-à-vis de l'émetteur et puis on a ces grands entretiens réguliers c'est-à-dire les publications de résultats les grands événements de l'entreprise que ce soit des acquisitions augmentations de capital etc. qui effectivement sont en général l'objet de... et donc on passe plus de temps avec les clients qu'avec les émetteurs »*

A-L1 : « Je dirais que le client, donc c'est l'investisseur, je pense que l'investisseur me prend y compris le temps de recherche à ce moment-là les deux tiers de mon temps, le tiers de mon temps étant dédié à la recherche [...]. Sur les interlocuteurs je passe relativement très peu de mon temps avec les sociétés par rapport aux autres contacts que nous avons dans l'industrie, c'est-à-dire que pour nous le contact relations investisseurs a en général peu de valeur ajoutée, puisque c'est ou la bonne parole que souhaite véhiculer la société ou des éléments qui sont explicatifs, qui sont très importants, je dirais, en période de résultats, mais qui sont moins importants, c'est-à-dire que la société va rarement vouloir nous apporter ce qu'on appelle un news flow »

A-M1, analyste particulièrement expérimenté et reconnu, estime que la relation client absorbe 70% de son temps.

A-M1 : « on peut compter à la louche 50% du temps c'est clientèle »

Q – 50% du temps ?

A-M1 : « Au moins même plus. Clientèle, quand je parle clientèle c'est clientèle hors les vendeurs hein ; 20% avec la force de vente. Le reste du temps eh bien le reste du temps c'est écrire et faire les spreadsheets et discuter avec les sociétés »

Lorsque la question était plus clairement posée en termes d'importance relative des deux relations, cela a donné lieu à des réactions non dénuées d'intérêt, en particulier dans les cas d'A-T1, A-M2 et A-L3.

Lors de l'entretien avec A-T1, nous avons posé une première fois la question de l'importance relative des différentes relations, mais A-T1 avait compris la question en termes d'importance relative des différentes sources d'information, d'où une première réponse uniquement sur l'« amont ». L'impression dégagée de l'entretien est qu'en fait, pour lui, la prévalence de la relation client relevait tellement de l'évidence qu'il ne voyait pas l'intérêt de la mentionner, et qu'il ne l'a fait que parce que nous avons reposé la question en la précisant. D'où l'échange suivant :

Q – Qu'est-ce qui est le plus important entre les relations avec les clients du courtage enfin les clients les gérants le buy-side et puis les relations avec les valeurs que vous suivez ?

A-T1 : « Ah OK oui parce que la question était très large... »

Q – Oui c'était très large

A-T1 : « *Bon effectivement là je viens de parler de l'amont* »

Q – D'accord

A-T1 : « *L'amont émetteurs etc. Est-ce, qu'est-ce qui est important ? Eh bien non en premier lieu ce qui est important bien sûr c'est le business.* »

Q – Voilà

A-T1 : « *Le plus important du métier c'est qu'on va générer du courtage, faut pas se voiler la face, et pour ça effectivement le plus important c'est la relation avec les sociétés de gestion. Alors cette relation eh bien elle s'alimente bien sûr de la proximité de relation qu'on peut créer avec eux, donc ça veut dire les calls quotidiens, les événements qu'on organise pour eux, les roadshows...* »

A-M2, de son côté, remet en cause la pertinence de la question, partant de l'idée que les deux relations sont interdépendantes et que le travail de l'analyste est précisément de servir d'intermédiaire entre sociétés et investisseurs, tout en notant que la relation client prend plus de temps.

Q – A priori d'un côté il y a l'amont c'est-à-dire les sources d'information les émetteurs que vous suivez et puis éventuellement les autres contacts qui peuvent vous apporter de l'information et puis il y a l'aval c'est-à-dire les clients essentiellement les sociétés de gestion [...] et donc entre ces deux modes de relation qu'est-ce qui vous prend le plus de temps et qu'est-ce qui est le plus important ?

A-M2 : « *Le plus important ça n'a pas de sens* »

Q – Oui...

A-M2 : « *Parce que l'un n'existe qu'avec l'autre ou l'autre n'existe qu'avec l'un : si vous avez des idées et personne à qui les vendre ça marche pas et si vous avez pas d'idées et quelque chose à vendre c'est pareil vous allez dans le mur, donc l'un n'a pas plus d'importance que l'autre, ce qui est important c'est la relation et la capacité que vous avez de faire le lien entre les deux puisque c'est le fonctionnement même de notre métier ; et qu'est-ce qui me prend le plus de temps en temps stricto sensu probablement les clients...* »

Face à ces deux réactions, l'une considérant notre question comme triviale, l'autre comme dénuée de sens, il nous semble que l'analyse développée par A-L3 est assez éclairante. Cet analyste a en effet présenté la relation aux sociétés cotées comme ni réellement

distincte ni complémentaire mais en quelque sorte faisant partie de la relation client, constituant un élément secondaire parmi d'autres de cette relation.

A-L3 : « Alors je pense qu'au centre du... Je sais pas si c'est particulièrement original mais enfin chez UBS [...] au centre du modèle c'est le client enfin le client externe la gestion etc. Ensuite on va essayer de faire tout ce qu'on peut pour servir le client lui donner envie de travailler avec nous et établir un partenariat, donc ça c'est donner des idées que ce soit au niveau du buy-side ou au niveau du gérant, mais c'est également lui amener les sociétés sur lesquelles on a de bonnes visions, par exemple [...] si on est convaincu par le fait que la société est peu chère a une bonne visibilité sur ses résultats etc. etc. on va essayer de l'amener voir le client, donc là-dessus, c'est ce qu'on appelle le roadshow, on va emmener le management [...]. Ca peut être un roadshow ça peut être à l'occasion d'une conférence où la société parle d'un thème en particulier qui est intéressant pour nos clients donc là-dedans les relations qu'on a avec la société sont importantes puisque ça va donner envie ou non à la société d'apparaître sous la bannière UBS au moment de sa communication. Si on a des relations exécrables avec la société, qu'on les analyse mal etc. effectivement elle aura pas envie d'apparaître sous la bannière UBS, donc là-dedans les relations avec les sociétés qu'on étudie sont importantes pour générer on va dire des événements commerciaux pour nos clients, ensuite même de manière quotidienne où c'est toujours plus intéressant d'avoir une bonne relation avec une société enfin une relation disons de confiance avec une société, limite amicale, pour avoir le plus d'information. »

La relation avec les sociétés couvertes est une source d'information parmi d'autres, contribue à la production d'idées et doit être aussi entretenue dans le cadre de l'organisation de roadshows ou d'autres « événements », simplement ces informations, ces idées et ces événements sont toujours produits avec la même finalité : attirer et/ou retenir des clients. Même AM-2, qui semble établir une symétrie entre les deux relations, explique au fond à la fois qu'il ne sert à rien de produire des idées sans clients et qu'on ne peut pas vendre sans avoir d'idées à proposer, or ces deux propositions se résument en une seule : la production d'idées, pour laquelle la relation avec l' « amont » est sollicitée, est subordonnée à la relation client, elle ne se conçoit que dans cette perspective.

Ce qui se dégage dans l'ensemble de cet aspect des entretiens, c'est que, que la comparaison soit faite en termes de temps ou d'importance, c'est la relation client qui domine.

Plus profondément, la relation avec les émetteurs apparaît comme un instrument ou une ressource parmi d'autres de la relation client.

Si l'on voulait défendre la problématique du conflit d'intérêts, il faudrait dire que ces réponses reflètent une volonté de se dédouaner, de masquer la complaisance envers les sociétés cotées derrière une attention plus « présentable », plus « conforme », aux clients, aux investisseurs. Une telle thèse est déjà discutable en soi : les analystes, bien sûr, ne peuvent ignorer cette problématique, notamment parce qu'elle a inspiré les régulateurs, mais interpréter systématiquement leurs réponses comme une manifestation de dissimulation nous paraît abusif. Surtout, la prévalence de la relation client est inscrite, comme on va le voir, dans ces dispositifs contraignants que sont les modes d'évaluation et de contrôle.

3. La prévalence de la notation des clients dans les modes d'évaluation et de contrôle

Nous avons posé à tous les analystes la question des modes d'évaluation et de contrôle auxquels ils sont soumis. L'impression générale qui se dégage des réponses est que c'est une question sensible pour les analystes, la plupart d'entre eux expliquant être soumis continuellement à toute une série d'évaluations, ce qui donne le sentiment d'un travail fortement cadré, normé et contrôlé. Pour rentrer plus dans le détail, nous nous sommes appuyés sur une typologie des évaluations distinguant trois catégories⁹⁰ :

- les évaluations internes.
- les évaluations externes publiques.
- les évaluations externes non publiques.

Il faut préciser d'emblée que la différence entre évaluation externe et évaluation interne ne se définit pas en termes d'appartenance organisationnelle. En effet nous avons souhaité utiliser une catégorisation adaptée à ce qu'expriment les analystes pour qui, comme nous l'avons dit, l'expression « relation client » désigne la relation avec l'ensemble des acteurs à qui est destinée leur production, qu'il s'agisse de « clients internes » (les vendeurs de la salle de marché) ou de « clients externes » (les analystes buy-side, les gérants). Ce sont

⁹⁰ Cette typologie a été en partie inspirée par l'entretien avec A-L3, dont le développement sur la question était structuré de façon particulièrement claire.

les évaluations réalisées par l'ensemble de ces acteurs que nous qualifierons d'évaluations externes, réservant le terme d'évaluation interne à celles qui sont réalisées par la hiérarchie des analystes, donc par la direction du bureau de recherche.

A côté de classiques entretiens d'évaluation annuels, les évaluations internes reposent sur plusieurs éléments :

-une série de comptages, qui sont des mesures quantitatives de la production destinée aux clients. Ces comptages portent sur le nombre d'appels téléphoniques aux clients, le nombre de notes publiées, le nombre de pages, le nombre de roadshows organisés etc. Cette composante de l'évaluation est plus ou moins poussée et systématisée selon les brokers.

-des mesures de la performance des recommandations et de la qualité des prévisions de résultats. Par performance des recommandations on entend simplement le profit qu'aurait pu réaliser un investisseur ayant suivi précisément les recommandations de l'analyste. Sur les prévisions de résultats il s'agit essentiellement de comparer le prévu et le réalisé.

La question des comptages est détaillée par A-P2, qui parle à ce sujet de « *critères tout à fait objectifs* ».

A-P2 : « *On peut tout à fait avoir un aspect quantitatif, tout simplement le nombre d'appel clients puisque nous nous avons un système de CRM, je pense que c'est le cas chez beaucoup de nos concurrents également, où effectivement les appels clients sont comptabilisés, où on renseigne le thème évoqué et c'est enregistré, c'est sauvegardé ; donc effectivement on peut tout à fait évaluer la partie commerciale, sur la mise en œuvre en termes de contacts de notre activité commerciale [...], même chose en termes de production de recherche : vous avez des études, un nombre d'études, un nombre de pages qui sort, qui est stocké donc il est tout à fait facile en fin d'année de comptabiliser ce qui à été fait. Cela, c'est des critères tout à fait objectifs sur lesquels effectivement on peut évaluer notre travail. »*

C'est A-L3 qui a le plus explicité l'évaluation en interne de la performance de l'analyste, tout en la reliant toujours à la question de l'entretien de la relation client, du « *partenariat avec le client* ». Il évoque aussi la mesure directe de la génération de commissions par les analystes, élément qu'il est, cela dit, le seul à mentionner dans nos entretiens.

A-L3 : « *est-ce qu'il [l'analyste] fait des bons calls, c'est-à-dire est-ce que sur ses opinions à l'achat ou à la vente il a eu raison ? Généralement sur 5 calls il faut en avoir 3 au moins bons et puis 2 plus ou moins neutres ou on s'est trompé mais à la limite, donc avoir raison plus souvent qu'on a tort ça c'est quand même important dans l'optique où on essaie d'avoir un partenariat avec le client et de lui faire gagner de l'argent. Donc quand même la pertinence des calls et la pertinence de l'analyse qui est donnée tant au niveau donc de la stratégie c'est-à-dire du sens d'évolution de l'action et deuxièmement au niveau de l'analyse des résultats c'est-à-dire qu'on prévoie bien que la société fasse +20% d'EPS⁹¹ et pas +40 ou -20 quoi... »*

[...]

« *La dernière chose c'est effectivement le facteur coût économique c'est-à-dire combien de commissions sont générées sur les valeurs couvertes dans le secteur combien d'analystes couvrent ces valeurs et quelle est la croissance de ces commissions. »*

Qu'il s'agisse de comptages ou de mesures de performance, la diversité des évaluations internes est directement évoquée par A-T2 et A-T3.

A-T2 : « *En interne alors là c'est analyse multicritères. Multicritères, c'est très quantitatif, donc c'est le nombre d'études, le nombre de pages, le nombre de calls, le nombre de meetings, la qualité des recommandations, le nombre d'interventions au morning meeting... »*

A-T3 : « *Vous avez des objectifs quantitatifs, c'est peu ou prou le nombre de pages produites, la prise en compte... Surveiller certains ratios de productivité, on surveille la qualité des recommandations, on surveille le nombre de roadshows qu'on a organisé pour les sociétés »*

Les évaluations externes publiques sont les classements d'analystes réalisés régulièrement par Institutional Investors, Extel (division de Thomson qui réalise un classement « Focus France » publié chaque année par L'Agefi), Starmine, AQ Research... Les plus connus en France, ceux d'Institutional Investors (international) et de l'Agefi (sur les brokers français ou actifs sur les valeurs françaises) sont des sondages réalisés auprès des gérants auxquels on demande quels sont leurs bureaux de recherche préférés par secteur. Le

⁹¹ Il s'agit du résultat par action (earning per share).

classement de l'Agefi, publié chaque année dans l'Agefi Hebdo, est réalisé par Extel (division de Thomson, aujourd'hui partie du groupe Thomson Reuters) après l'avoir été par TNS Sofres.

Les évaluations externes non publiques, enfin, sont des classements réalisés directement par les gérants ; dans les entretiens, nous les avons entendus désignés sous différentes appellations : « account reviews », « soft reviews », « brokers' reviews » ou plus simplement « rankings »⁹². Nous retiendrons l'appellation brokers' reviews, qui est tout de même la plus courante. Ce mode d'évaluation étant rarement explicité et discuté, nous reprenons plus largement les extraits d'entretiens dans lesquels il est décrit.

Il y a tout d'abord la description du mode opératoire et de la finalité de ces évaluations. Sur ces points plusieurs analystes se sont exprimés. Nous présentons ici successivement ce qu'en ont dit A-T2, A-T1, A-L1, A-L3, A-P2 et A-M1.

A-T2 : *« Alors en externe c'est essentiellement les brokers' reviews, c'est les sondages [...]. Enfin disons que généralement les brokers sont organisés pour qu'il y ait une sorte de clé de répartition sur la répartition des commissions ; alors on peut faire le truc un petit peu au doigt mouillé, les gestions sérieuses généralement ont un processus quantifié où finalement ils font l'effort alors après sur base trimestrielle, sur base semestrielle, plus souvent sur base annuelle, de dire voilà on va demander l'avis de chacun des gérants, des buy-side, de dire voilà quels sont les 5 analystes ou 5 maisons avec lesquelles ils aiment bien travailler. On fait la somme des totaux, on regarde un petit peu quelle est le... on fait la somme de tout ça on regarde un petit peu quelle est la hiérarchie en bout de course, et puis après ben on redistribue les coms. »*

Q – Cela ça se fait secteur par secteur ?

A-T2 : *« Voilà c'est secteur par secteur enfin c'est interlocuteur par interlocuteur enfin acteur par acteur et puis donc après il y a une position pour le... Axa IM voilà va dire j'ai consulté mes buy-side, j'ai consulté mes gérants, j'arrive à un classement, Exane est j'en sais rien moi 5^{ème}. Comme vous êtes 5^{ème}, a priori les 3 premiers ont généralement 50% des coms et puis de 5 à 10 vous avez 25 et puis le reste après c'est les miettes donc ça c'est les votes enfin c'est les brokers' reviews. » [...]*

A-T1 : « Vous êtes noté par les classements que vous avez par compte puisque chaque secteur chaque compte Tier One⁹³ note, classe les analystes, les vendeurs, les sales traders. »

Q – D'accord, donc chaque gérant, chaque société de gestion Tier One

A-T1 : « Donne un classement à chaque broker »

Q – Par secteur...

A-T1 : « Par secteur et par vendeur, par secteur d'analyse et par vendeur et sales trader. Donc tout le monde est noté et c'est la note globale en fait qui génère le courtage final. Donc il y a ce classement-là, donc moi j'ai une liste de classements auprès de mes Tier One et de mes Tier Two qui permettent de valider ces points. »

A-L1 : « Tous nos clients nous évaluent, tous les clients envoient ce qu'on appelle en anglais une broker's review, c'est-à-dire qu'ils font passer en revue tous les brokers et vont dire voilà sur les matériaux de construction je pense qu'Exane est mon 5^{ème} interlocuteur préféré et en fonction de ce classement on a une clé qui nous donne un certain nombre de points et cette moyenne pondérée, en fait, fait partie de la rémunération et de l'évaluation. »

A-P2 : « Chez les clients eux-mêmes vous avez des systèmes de ranking où les clients ont des process, ils allouent finalement leur business aux brokers en fonction des rankings de ces brokers, il y a des processus d'évaluation à chaque trimestre »

A-L3 : « On a ensuite la qualité de la relation commerciale de l'analyste avec sa contrepartie buy-side dans les maisons de gestion ; donc ça on l'obtient par ce qu'on appelle les soft reviews ou les rankings où en fait chaque trimestre les vendeurs responsables de la maison enfin, par exemple, Crédit Agricole : on va aller voir Crédit Agricole on leur dit bon ben voilà quels sont les analystes que vous aimez bien chez nous etc. On va ensuite obtenir un classement de l'analyste sur 10 ou, enfin bref, et ensuite agréger tout ça et dire bon ben voilà UBS est la première maison avec qui aime travailler Crédit Agricole donc...»

A-M1 : « Nos clients principaux ont ce qu'on appelle non pas des classements type Agefi je sais pas quoi mais ils ont des revues de compte »

⁹² Quand les analystes parlent de « rankings » sans précision, il s'agit en fait de ces classements non publics et non des classements publics comme ceux d'Institutional Investors ou Extel/Agefi.

⁹³ A-T1 fait ici référence à un mode de catégorisation des clients : les clients Tier One sont les clients les plus importants, i.e. ceux qui génèrent le plus de courtage. Ce sont à tous égards les clients prioritaires, les Tier Two étant, comme leur nom l'indique, des clients « secondaires », qui génèrent un peu moins de chiffre.

Q – Des revues de compte ?

A-M1 : « *Account reviews, des revues de compte, ça c'est plus important, les gros clients attribuent leurs commissions à différent brokers et ça dépend beaucoup, on nous met 3 points, 2 points, 1 point, plus on a de points plus on a de commissions. Donc si vous voulez nous c'est l'aide qu'on apporte aux clients et ça c'est un truc, c'est une idée, on discute même si on n'est pas d'accord, ça va aider à la réflexion, donc ça nous donne des points. C'est ça qui est intéressant et là plus on a de points mieux c'est, ça c'est important.* »

Nous retirons de ces 6 témoignages les points suivants :

-Les gérants notent leurs brokers à intervalles réguliers. Il existe une note globale qui sert de clé de répartition aux flux et aux commissions de courtage. A côté de cela, les différentes composantes du service (l'analyse, la vente, l'exécution) sont notées de façon distincte. A-T3 précise par ailleurs sur ce point : « *l'analyste est noté entre 30 et 40% selon les comptes la vente entre 40 et 50 et trading et exécution le reste* ».

-Dans le cas des analystes, la notation se fait par secteur, ce qui est logique puisque tous les analystes (sauf les analystes spécialistes des petites et moyennes valeurs) sont spécialisés sur un secteur d'activité.

-Cette notation, souvent désignée sous le terme de « points », a une importance déterminante pour les analystes, A-L1 mentionnant au passage un impact sur la rémunération.

Venons-en maintenant à la caractérisation plus précise de ce qui est ainsi évalué chez les analystes. Nous citerons ici A-T3 et A-M2.

A-T3 : « *On a les votes des clients qui eux jugent la pertinence de la recherche au sens large. En général ils notent 3 choses : corporate access, donc est-ce qu'on leur amène des roadshows est-ce qu'on a des... l'accès, vraiment, au management ; force est de constater que pour un certain nombre de grandes gestions c'est l'accès aux dirigeants des sociétés qui est le plus important et euh... ils jugent le corporate access, la fréquence et la qualité des contacts et peuvent juger aussi la réactivité et voilà...* »

Q – D'accord

A-T3 : « *C'est le service, ils jugent le service qui est apporté [...]* »

Q – Donc c'est une note qui est faite sur des critères un petit peu enfin tout à fait qualitatifs quoi

A-T3 : « *Oui, c'est des individus qui notent* »

Q – Est-ce que vous pouvez me dire justement comment vous êtes évalué, par qui, et puis de quelle façon ?

A-M2 : « *Les clients ils vous notent, point. Ils vous notent en termes de qualité de service, ils vous notent, ils vous flanquent un certain nombre de points qui se transforment en points de courtage mais ça tous mes collègues ont dû vous l'expliquer.* »

Q – Oui

A-M2 : « *Et quand je dis qualité de service c'est pas qualité de reco, c'est est-ce qu'on lui convient ou pas* »

Q – Oui c'est-à-dire c'est vraiment la qualité...

A-M2 : « *Quasiment intuitu personae* »

Q – Du point de vue du client, sans qu'on sache très bien d'où ça vient enfin...

A-M2 : « *C'est un sacré mélange, alors ils peuvent vous l'habiller sous des formes x,y ou z mais c'est un sacré mélange.* »

Dans ces deux témoignages mais aussi de façon plus incidente dans d'autres entretiens apparaissent deux caractéristiques des brokers' reviews : un certain flou des critères d'évaluation (on juge la qualité de service, mais cette qualité n'est pas clairement définie ou normée) et en même temps un souci de formalisation au moins apparente. Nous trouvons ici un trait souvent rencontré dans les modes de relation entre acteurs de la communauté financière, à savoir un certain primat de la forme sur le contenu, de la procédure sur la substance, comme dans le cas du primat de la transparence procédurale sur la transparence substantielle que nous avons analysé par ailleurs (Charron, 2004). Le primat de la procédure a aussi été largement exploré par Sabine Montagne dans le cas des relations entre gérants et fonds de pension (Montagne, 2006) et par Michael Power dans la façon de « cadrer » les évaluations du risque en termes de « due process ».

Dans le cas qui nous occupe, celui des brokers' reviews, deux des analystes interviewés, A-T2 et A-P2, en rendent clairement compte en termes de formalisation de la relation entre gérants et brokers. Après avoir, comme on l'a vu, décrit les brokers' reviews comme étant basés sur de simples « avis » sur les analystes avec qui « *ils [les gérants] aiment bien travailler* », A-T2 remarque qu'ils doivent aussi « *transcrire le qualitatif par du quantitatif* » et faire montre d' « *une certaine approche un peu scientifique quand même* ».

Q – Et ces brokers' reviews c'est un peu qualitatif aussi ? Comment c'est fait ? C'est un jugement de qualité de service, enfin c'est quoi ?

A-T2 : *« Oui c'est qualité de service mais qui finalement se traduit par une note, par un nombre de points, parce que finalement, derrière, il faut que lui aussi le client puisse arriver en interne à établir une certaine hiérarchie de brokers en disant ben voilà numéro 1 Merrill 2^{ème} Goldman 3^{ème} Cheuvreux 4^{ème} Exane, donc il faut bien arriver à classer et classer ben c'est toujours pareil quoi ça peut pas se faire uniquement sur du qualitatif il faut à un moment transcrire le qualitatif par du quantitatif. »*

Q – D'accord. C'est très formalisé quoi

A-T2 : *« Et très... Alors après ça dépend des clients c'est-à-dire que les grosses gestions qui sont très sollicitées par les brokers, qui ont besoin des brokers mais qui sont tout le temps très sollicitées par les brokers, sont obligées d'avoir une certaine approche un peu scientifique quand même de leur relation avec les courtiers »*

A-P2, quant à lui, lie cette formalisation, qu'il présente comme une objectivation contrastant avec le « copinage » grâce à une approche « industrialisée ». Par ailleurs il date l'apparition de ce type d'évaluation de 2001, ce qui correspond à peu près à ce que l'on sait par ailleurs du moment où s'impose en France la gestion benchmarkée et, plus généralement, une forme, en effet, d'« industrialisation » de la gestion d'actifs, un phénomène analysé par exemple par Kleiner (2003).

Q – Les rankings donnés par les clients ça a quand même un impact ?

A-P2 : *« Ben c'est très important, c'est extrêmement important, je dirais que c'est aujourd'hui... tout simplement parce que il fut une époque où je dirais les commissions générées par notre activité étaient tout simplement drivées sur une bonne idée, donc on appelait un client en disant ce serait bien d'acheter tel titre pour telle ou telle raison, le client disait ah oui c'est une bonne idée je t'en achète sur le marché, ça c'était le marché du brokerage je dirais jusqu'en 2001, c'était l'approche un peu traditionnelle. Aujourd'hui, comme je l'ai expliqué, les clients sont beaucoup plus structurés ; les clients, justement pour éviter je dirais une allocation je dirais de commissions de manière pas forcément optimale qui tiendrait compte de copinage etc. »*

Q – Il y a eu une formalisation...

A-P2 : « *Il y a eu une formalisation de la chose et surtout il y a eu la mise en place... Enfin tout simplement les clients se sont industrialisés, une approche beaucoup plus industrialisée en interne où effectivement il y a une allocation je dirais du courtage qui est générée en fonction d'une notation effectuée en interne sur les vendeurs les négociateurs les sales traders et les analystes, donc forcément l'analyste a un rôle commercial aujourd'hui très important et effectivement tout ce qui est ranking est une indication quantitative de la contribution de tel ou tel individu à la génération je dirais de flux de revenus pour la société de bourse.* »

Si nous nous attardons sur les brokers' reviews, ce n'est pas seulement parce que cette question est presque totalement absente de la littérature sur les analystes. C'est aussi et surtout parce que les analystes que nous avons interrogé ont clairement mis en avant ces évaluations non publiques comme étant les plus déterminantes, les plus influentes.

Nous n'avons pas relancé tous les analystes sur la question de l'importance relative des différentes modalités d'évaluation. Cela dit, quand cela a été le cas ou quand les analystes ont abordé d'eux-mêmes cette question, nous avons pu observer que les brokers' reviews sont nettement désignés comme le mode d'évaluation dominant et déterminant. C'est ce qu'énoncent en particulier A-T1, A-L3, A-M2 et A-M1.

Q – Et donc le plus important c'est quoi c'est le classement par les sociétés de gestion ce qui a le plus d'impact ?

A-T1 : « *Ce qui a le plus d'impact c'est le classement par les Tier One oui tout à fait. C'est ça qui vous paie...* »

Q – D'accord. Et ça, cette façon de, ces modes de contrôle, vous aviez déjà la même chose chez Oddo ou chez Ixis enfin...

A-T1 : « *C'est pareil* »

Dans le cas d'A-L3 l'affirmation suivant laquelle « *le travail commercial est ce qui est le plus important dans la rémunération et l'évaluation de l'analyste* » vient après un développement dans lequel l'évaluation de la « *qualité de la relation commerciale* » est décrite en exposant le fonctionnement des brokers' reviews. Le même analyste souligne par ailleurs que l'évaluation interne sur le thème « *est-ce qu'il [l'analyste] fait des bons calls* » est « *une partie qui était très importante dans le passé qui le devient de moins en moins* ».

A-L3 : « *Aujourd'hui le travail commercial est ce qui est le plus important dans la rémunération et l'évaluation de l'analyste puisqu'ils⁹⁴ pensent tous qu'il faut avoir une relation de partenariat avec le client et que dans une logique où on arrivera à un moment donné à l'unbundling⁹⁵ c'est-à-dire on différencie la recherche de l'exécution avoir des analystes très bons et une bonne franchise ça va permettre à l'analyse d'être payée* »

Q – D'être payée en tant que telle

A-L3 : « *Voilà* »

Dans l'entretien avec A-M2, la réponse spontanée à la question *générale* sur les modes d'évaluation ne porte *que* sur les brokers' reviews.

Q – Est-ce que vous pouvez me dire justement comment vous êtes évalué, par qui et puis de quelle façon ?

A-M2 : « *Les clients ils vous notent, point. Ils vous notent en termes de qualité de service ils vous notent ils vous flanquent un certain nombre de points qui se transforment en points de courtage.* »

A-M1, que nous avons plutôt interrogé sur l'importance des classements publics, a de lui-même évoqué les brokers' reviews pour en remarquer l'importance.

Q – Et alors en-dehors des classements à quelles formes d'évaluation, de contrôle vous êtes soumis en interne ?

A-M1 : « *Ça bouge beaucoup, ça a beaucoup bougé au cours du temps... L'élément principal, je pense, c'est savoir si on apporte du business, si on est intéressant... Business, c'est pas forcément c'est pas si on a raison boursièrement, hein, c'est si on apporte du business.* »

Q – Si on apporte une façon de comprendre...

A-M1 : « *C'est très... vous savez moi ça fait 20 ans que je suis analyste, ça fait 20 ans que c'est pas facile à savoir exactement... c'est un problème, c'est totalement différent selon les moments, vous êtes focus sur un truc sur un truc... c'est vrai que par contre si on a des idées qui font rentrer du business... On est là pour gagner de l'argent.* »

Q – Donc les idées ça peut être une façon d'interpréter l'information de regarder ce qui est pertinent

⁹⁴ Il s'agit ici des brokers.

⁹⁵ La traduction consacrée de l'expression en français est « commission à facturation partagée ». Sous l'influence de la problématique des conflits d'intérêts, l'idée est de rémunérer l'analyse en tant que telle, de façon distincte de l'exécution, ce qui n'était pas le cas dans la période que nous étudions où le client paie un service global d'exécution et de recherche.

A-M1 : « *Bon c'est pas achetez et puis dans 2 jours je vais dire de vendre, c'est créer un flux... nos clients principaux ont ce qu'on appelle non pas des classements type Agefi je sais pas quoi mais ils ont des revues de compte* »

Q – Des revues de compte ?

A-M1 : « *Account reviews des revues de compte ça c'est plus important, les gros clients attribuent leur commission à différent brokers et ça dépend beaucoup, on nous met 3 points, 2 points, 1 point, plus on a de points plus on a de commissions donc si vous voulez nous c'est l'aide qu'on apporte aux clients et ça c'est un truc c'est une idée on discute même si on n'est pas d'accord ça va aider à la réflexion, donc ça nous donne des points, c'est ça qui est intéressant et là plus on a de points mieux c'est, ça c'est important.* »

Nous pouvons souligner qu'A-M1 et A-M2, qui sont les deux analystes les plus expérimentés de notre échantillon, sont aussi ceux qui ont le plus nettement mis l'accent sur l'importance de ces notations non publiques par les clients. A-M2 n'évoque a priori aucune autre forme d'évaluation, et A-M1, qui était le premier analyste que nous ayons interviewé, aborde de lui-même la question, que nous ne posons pas puisqu'à ce stade nous ignorions totalement ce mode d'évaluation. Il note aussi, comme certains de ses collègues, le caractère relativement flou et instable des critères de jugement : il faut « *rentrer du business* » et, pour cela, intéresser les clients, mais précisément ce qui intéresse les clients, ce qui retient leur attention n'est pas facile à cadrer, à définir : il faut nourrir la réflexion, mais dans une perspective qui n'a rien d'académique puisqu'il s'agit de produire des idées qui doivent être aptes à « *rentrer du business* ».

On retire bien de l'ensemble des entretiens l'idée que les brokers' reviews sont la forme d'évaluation dominante, et que cette forme opérationnalise le primat de la relation client pour les analystes⁹⁶. A-T2, qui estime qu'aucun mode d'évaluation ne se détache

⁹⁶ Deux des analystes que nous avons interviewé, A-L2 et A-P1, ont estimé que primaient, pour eux d'autres formes d'évaluation que les brokers' reviews. Cette particularité nous paraît directement liée à celle des structures de courtage dans lesquelles travaillent ces analystes. A-L2 appartient à une équipe d'analystes mid-cap, ce qui signifie qu'il couvre des valeurs moyennes cotées relevant de différents secteurs et que donc les classements des analystes par secteur n'ont pas de sens pour lui. A-P1, de son côté, travaille dans une petite structure de courtage qui travaille en liaison avec une activité de private banking s'adressant à des particuliers fortunés, ce qui fait que les grandes sociétés de gestion ont peu de chances de s'intéresser à lui. Ces singularités apparaissent bien dans les entretiens.

A-L2 : « *C'est clair qu'il faut bien être classé avec les clients externes* »

Q – Voilà. C'est ça le plus important en fait ?

A-L2 : « *Je pense de plus en plus que ce sont les classements internes c'est-à-dire comment vous êtes perçu par votre entourage direct dans la structure recherche, comment vous êtes évalué par les vendeurs parce*

vraiment, remarque en même temps qu'une des fonctions de l'évaluation interne à base de comptages est de fournir des arguments dans la discussion des brokers' reviews. L'évaluation interne apparaît ainsi comme une ressource pour l'évaluation externe, de la même façon que, comme A-L3 l'expliquait, la relation avec l'amont, les émetteurs, est une ressource de la relation client.

A-T2 : « *En interne alors là c'est analyse multicritères. Multicritères, c'est très quantitatif donc c'est le nombre d'études, le nombre de pages, le nombre de calls, le nombre de meetings, la qualité des recommandations, le nombre d'interventions au morning meeting...* »

Q – Oui donc on compte tout quoi

A-T2 : « *Ah on compte tout, on compte tout tout tout tout, on compte tout, alors je dirais que c'est aussi... je dirais c'est quelque part une mesure un peu infaillible pour finalement avoir une vision à peu près claire ou autant que possible d'un bureau qui fait 80 analystes avec des gens qui sont assez indépendants et qui partent à droite à gauche [...]... Et*

que ça c'est les clients les premiers clients parce que c'est eux qui font votre publicité auprès d'une palette beaucoup plus large des clients. Après vous avez des commissions sur vos stocks après ça c'est un peu plus compliqué pour les midcaps parce que quand vous avez une équipe sectorielle vous avez un nombre de stocks beaucoup plus limité et vous ciblez directement votre client final alors que quand vous faites des midcaps le fait que vous apportez de la valeur à un fonds comme Fidelity va pas forcément être rémunéré sur l'idée que vous lui avez apportée [...] »

Q – D'accord vous voulez dire en fait, c'est un peu ce que j'ai vu par ailleurs les notations justement des sociétés de gestion des gérants elles se font souvent par secteur généralement, donc du coup si vous voulez une notation midcap vous ne l'aurez que de gérants midcap.

A-L2 : « *Voilà. C'est beaucoup moins lisible parce que c'est bien plus suivi dans les secteurs »*

De son côté A-P1, répondant à une question sur l'importance des classements externes, précise :

« *C'est pas quelque chose qui est fondamental en fait, c'est-à-dire que en général ce sont des classements qui sont faits par les clients et ça concerne surtout les très gros établissements. J'ai le sentiment que c'est important les classements quand on travaille chez Exane ou chez Cheuvreux ou chez la Société Générale »*

Q – C'est eux qui sont dedans d'ailleurs

A-P1 : « *Puisque effectivement c'est eux qui sont systématiquement dedans donc en fait c'est plus l'auto-reconnaissance des grands clients pour leurs grands brokers. »*

Q – Quelles sont les formes de reconnaissance et d'évaluation que vous avez en interne, sur quoi on vous juge plus particulièrement en gros ?

A-P1 : « *Eh bien sur le fait de s'être trompé ou pas sur un dossier »*

Q – Voilà. C'est la performance pure sur...

A-P1 : « *Oui pure mais en même temps si vous voulez il y a un certain nombre de choses c'est-à-dire quand vous donnez un objectif de cours fondamental sur un titre ce qui est important c'est que c'est une indication [...], ce qui est important pour l'investisseur c'est que [...] il connaît sa zone de risque, il connaît le centre de gravité naturel en fait pour une valeur c'est-à-dire l'endroit où il est le plus susceptible de repasser. »*

Remarquons que dans le cas de ces deux analystes la prévalence de la relation client ne paraît pas remise en cause par le fait que les brokers' reviews ne sont pas le mode d'évaluation dominant : A-L2 met l'accent sur l'évaluation par les vendeurs, et nous avons vu que la relation avec les vendeurs fait partie (et est même une partie importante) de la relation client. A-P1, de son côté, même s'il répond à une question sur l'évaluation interne, s'exprime en termes de détermination de la « zone de risque » pour l'investisseur.

puis aussi ça permet, par rapport au, notamment sur certains critères comme le nombre de calls, le nombre de roadshows, le nombre de meetings, ça permet aussi au broker de se défendre un peu plus aussi dans la relation qu'ils peuvent avoir donc justement dans les brokers' reviews avec le client ; si le client note mal ou fait certains reproches là justement le broker est armé pour lui dire ben attendez je comprends pas vous dites qu'on fait pas assez de meetings société ben sur les 6 derniers mois on vous a envoyé tant d'invitations vous avez répondu à tant d'ailleurs vous aviez dit que vous veniez à tel truc et vous êtes pas venu ou vous avez eu tant de calls ou... voilà ça ça permet finalement de d'essayer de rebalancer un petit peu la relation entre le client et le broker. »

En même temps ce qui est attendu des analystes dans le cadre de cette relation n'est pas aisé à définir et n'est même pas toujours évident pour les intéressés eux-mêmes. Les brokers' reviews constituent une procédure qui cadre la relation entre brokers et sociétés de gestion, mais cette formalisation, mise en place en France, semble-t-il, vers la fin des années 90, paraît d'une certaine façon inachevée. Comme dans le cas des mesures de risque et de performance, les gérants semblent avoir pour préoccupation première d'être en mesure de prouver qu'ils suivent bien une procédure. De fait, des tableaux sont remplis, des classements réalisés, des points attribués. Mais, derrière, les critères qui président à ces classements, dont ceux des analystes, et donc *in fine* à la répartition des ordres entre les différents brokers, demeurent relativement incertains. On a formalisé l'apparence de l'évaluation, non sa substance.

Les constats que nous pouvons faire sur la base des entretiens avec les analystes vont assez clairement dans le sens d'une subordination à la relation client : cette subordination ne ressort pas seulement de ce qu'ils disent de leur mode d'inscription dans des relations mais aussi des caractéristiques des modes d'évaluation auxquels ils sont soumis. Ce point converge assez bien avec l'examen de notre échantillon de rapports d'analystes. La discordance avec la problématique des conflits d'intérêts, axée sur l'idée que les analystes seraient déterminés par d'autres intérêts que ceux de leurs clients, apparaît assez nettement. Il nous semble que la seule explication solide de cette discordance réside dans l'existence dans une grande partie de la recherche et en tout cas dans celle qui a directement inspiré les régulateurs du présupposé qui consiste à adopter un point de vue d'investisseur. En ce qui concerne les analystes, ce point de vue implique qu'on ne les considère que comme des prestataires de service aux

investisseurs, individuellement responsables du service rendu. Lorsque l'évolution des cours mécontente les investisseurs, les analystes sont mis en cause et l'on cherche alors une explication à la mauvaise qualité de leur service. Cette explication, on la trouve dans l'idée que les analystes rendent service en fait à d'autres acteurs, ce qui corrompt leur jugement. Ce faisant, on introduit l'idée que la production des analystes (recommandations, prévisions, idées...) est dans une certaine mesure dépendante des autres acteurs, à la limite peut être « coproduite » avec eux. Simplement le point de vue d'investisseurs interdit de considérer ces derniers parmi ces acteurs, il empêche d'envisager que le service en question peut être aussi d'une certaine façon « coproduit » avec le client, cette idée de coproduction avec le client étant pourtant par ailleurs très présente dans tout un courant de l'analyse économique des activités de service.

Si l'on considère que la production des analystes est en partie déterminée par des relations entretenues avec d'autres acteurs, alors les investisseurs doivent en faire partie. Il s'agit en somme de considérer que les analystes sont déterminés dans leur production par leur inscription dans un ensemble complexe de relations.

Chapitre 4 : Situer la relation client des analystes : essai de représentation d'une configuration

1. Cadrage théorique

Si nous revenons à notre idée de départ, il s'agissait de voir dans quelle mesure l'évolution des cours d'actifs financiers était déterminée par l'information publique sur leur valeur fondamentale. Comme nous l'avons rappelé au début de cette Troisième Partie, notre conception de la valeur fondamentale est résolument constructiviste : il s'agit bien d'une valorisation construite par des acteurs. Dans cette perspective, la question de la détermination de l'évolution du cours par les fondamentaux publiquement exprimés a été « traduite » et comprise comme celle de la détermination par un certain type de discours (recommandations, objectifs de cours, argumentaires venant les appuyer et les compléter) énoncés par un certain type d'acteurs (les analystes).

Or l'idée que des acteurs puissent, sans même parler de déterminer l'évolution des cours, simplement l'influencer, est perçue de la façon suivante par l'essentiel de la théorie économique et financière et par les réglementations qui s'en inspirent :

-soit elle est explicitement exclue par hypothèse. Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, l'article de Modigliani et Miller (1961) qui constitue un des textes fondateurs de la finance d'entreprise comprend-il dans ses hypothèses, comme le rappelle Mackenzie (2006, p. 42), l'idée qu'aucun investisseur pris individuellement (et donc, a fortiori, ajoutons-nous, aucun non-investisseur) ne peut influencer le cours. Or une idée qui est exclue par hypothèse n'a pas vocation à être testée empiriquement.

-soit on admet que cela peut arriver et que cela arrive effectivement, mais alors cette situation est comprise comme un écart par rapport à une norme et plus profondément comme *quelque chose qui ne devrait pas arriver*, quelque chose de condamnable, et qui peut d'ailleurs être traduit en termes juridiques pour constituer un délit : la manipulation de cours. Dans cette perspective, montrer que des acteurs influencent l'évolution du cours, c'est en même temps *accuser* ces acteurs.

Pourquoi en est-il ainsi ? Pourquoi l'idée que l'évolution du cours est socialement construite par des acteurs est-elle ainsi soit exclue d'emblée soit considérée comme témoignant d'un désordre qu'il convient de corriger ?

Il nous semble que la réponse la plus générale que l'on peut apporter à cette question est que les marchés financiers sont considérés comme des outils de véridiction, en d'autres termes que l'on considère qu'une de leurs fonctions essentielles consiste à produire des prix qui expriment la vérité de la valeur, et ce à tout instant, ce qui veut dire qu'ils ne changent que quand et parce que cette valeur *vraie* change. Et cette vérité, on peut dire aussi cette objectivité de la valeur, se définit comme extérieure aux acteurs et parfaitement indépendante d'eux, indépendante de leurs jugements et positions.

Si l'on adhère à cette proposition, alors les marchés disent à chaque instant la vérité de la valeur des actifs financiers et respectent l'efficience fondamentale, mais une efficience fondamentale que l'on ne peut pas tester empiriquement : tester veut dire vérifier la conformité d'un objet observé à un critère, or on ne peut pas tester la conformité de ce qui est conçu déjà comme un critère.

Pour pouvoir le faire, il faut admettre que les marchés ne disent pas à chaque instant la vérité de la valeur des actifs financiers, mais alors cela suppose que cette vérité puisse être énoncée indépendamment du fonctionnement des marchés, sinon on ne pourrait pas savoir si ces derniers s'y conforment ou non. Cette énonciation renvoie alors à la définition la plus rationnelle de la valeur fondamentale d'un actif financier comme une somme actualisée des flux de revenus futurs qu'il va générer. Calculer cette valeur suppose au sens strict que l'on connaît le futur et que ce dernier est objectif, i.e. extérieur aux acteurs et indépendant d'eux ; c'est ce qu'André Orléan a justement appelé l'« hypothèse d'objectivité du futur », qui est logiquement un non-sens.

Reprenons : l'idée que l'évolution des cours soit un construit social se heurte au présupposé largement répandu qui considère que les marchés financiers sont un outil de véridiction. Selon la façon dont il est énoncé, ce présupposé est soit invérifiable par construction soit invérifiable parce que le critère permettant de le tester ne peut pas être établi logiquement.

Cela dit, il faut aussi constater que ce caractère invérifiable de l'efficience fondamentale quand la valeur fondamentale n'est pas définie comme socialement construite n'apparaît pas dans la théorie financière. La raison en est que ce débat est masqué par un

autre, en réalité fort différent : le débat sur la modélisation du risque. Ce dernier débat porte sur la question du type de loi, de régularité statistique, apte à décrire le plus adéquatement possible la série des changements de prix des actifs financiers. Son présupposé est précisément que cette série doit obéir à une loi, doit être modélisable.

De façon générale, nous nous trouvons en présence d'un cadrage théorique qui considère que les marchés produisent normalement une vérité objective ou se conforment à un modèle et que, quand ce n'est pas le cas, ce qu'il y a à expliquer n'est pas la norme (qui n'est en fait ni réellement expliquée ni directement testée, tout simplement parce qu'elle n'est pas logiquement démontrable ou testable) mais la déviation par rapport à la norme. Et cette déviation, on va l'expliquer, généralement pour la condamner et/ou la corriger, par des comportements individuels déterminés par la psychologie (pour la finance comportementale) ou la physiologie (pour la neuro-économie).

Rappelons maintenant que ce qu'il y a à expliquer *au fond* c'est l'évolution des cours d'actifs financiers. Si l'on s'en tient à ce qui se produit matériellement tout en essayant de le formuler de façon aussi générale que possible, cette évolution résulte de l'effet combiné d'ordres d'achat et de vente émis par des investisseurs⁹⁷. Le cadrage théorique dont nous avons parlé traite la question de l'explication de l'évolution des cours d'actifs financiers de deux façons différentes suivant la façon dont cette évolution peut être caractérisée :

-soit cette évolution est telle qu'un modèle est capable d'en rendre compte. Dans ce cas elle est traitée purement et simplement comme un phénomène relevant des sciences de la nature, ce qui permet d'oblitérer complètement le fait qu'il existe derrière des acteurs qui prennent des décisions. Le raisonnement ne part pas d'hypothèses sur les acteurs mais de l'évolution effective des cours pour chercher si un modèle peut en rendre compte de façon

⁹⁷ Il faudrait bien sûr prendre en compte le fait que bon nombre d'ordres sont passés « automatiquement » par des logiciels ; on pourrait dire aussi que bon nombre d'investisseurs passent des ordres en se conformant à un modèle déterminé, donc en se comportant eux-mêmes comme des logiciels. Tout cela, à notre sens, ne contredit pas l'idée que, matériellement, les investisseurs prennent les décisions : ils ont en effet, dans ce cas, pris la décision de recourir à un modèle ou à un automate, et c'est cette décision, souvent vécue sur le simple mode de la conformité à une norme, qu'il faut alors expliquer. Quand ce ne sont pas les ordres qui sont directement décidés, c'est la façon de les décider qui l'est. Nous reviendrons plus loin sur ce qui peut motiver le recours à des modèles ou des automates. En ce qui concerne le terrain étudié dans le cadre de cette thèse, il faut aussi remarquer que les automates de trading n'avaient pas encore, dans cette période, l'importance qu'ils ont acquis depuis.

satisfaisante⁹⁸. Ce modèle acquiert alors un statut de norme. Et si, comme nous l'avons vu, la relation entre information publique et évolution du cours est étudiée en prenant comme point de départ une information donnée pour voir si et comment le cours y réagit, ce test se fait en observant si des « rendements anormaux » apparaissent, en d'autres termes en regardant si l'information fait ou non dévier l'évolution du cours de sa norme qui, elle, découle d'un modèle élaboré en amont. L'élaboration du modèle-norme part de l'évolution des cours, les tests sur la relation avec l'information publique partent de l'information pour voir si elle fait dévier de la norme; ce que l'on ne fait pas, c'est partir de l'évolution du cours pour se demander si derrière il y a, non des modèles, mais des acteurs, qui peuvent par ailleurs utiliser ces modèles pour les guider dans leurs décisions.

-soit cette évolution, le plus souvent de façon apparemment temporaire ou localisée, ne paraît pas susceptible de rentrer dans un tel cadre. On se souvient alors qu'il y a des acteurs qui prennent des décisions, et on cherche à les expliquer. Simplement, dans ce cas, on ne cherche les explications des décisions prises par les individus que dans les individus eux-mêmes : dans leur psyché, leurs neurones, voire leurs productions hormonales. En d'autres termes, on reste strictement dans le cadre de l'individualisme méthodologique.

Ces deux façons d'aborder la question peuvent éventuellement converger : des auteurs peuvent chercher à construire un modèle rendant compte des cours qui intègre des paramètres dérivés ou justifiés par des hypothèses sur la psychologie ou la physiologie des acteurs. La deuxième approche est alors en fait rabattue sur la première, ce qui témoigne au fond de la force et de la persistance de l'attrait du modèle des sciences de la nature ou plutôt d'une certaine idée de ces sciences sur la théorie économique et financière⁹⁹.

Toujours est-il que nous voyons bien deux traits caractéristiques apparaître :

-une façon de poser une approche relevant des sciences de la nature comme l'idéal à atteindre.

-un cadrage des explications des décisions prises par des acteurs par l'individualisme méthodologique.

⁹⁸ Un exemple que l'on peut considérer comme classique est l'élaboration du modèle à trois facteurs de Fama & French : le point de départ de ces auteurs était bien que l'évolution des cours sur certaines périodes n'était pas correctement rendue par le MEDAF.

⁹⁹ Un développement plus important sur cette question de l'« envie de physique » solliciterait nécessairement l'œuvre de Mirowski (2001) à qui nous empruntons cette expression. C'est lui qui a montré en

Face à ces deux points, nous introduisons à ce stade la référence à Norbert Elias, dont nous estimons non seulement qu'il a su les critiquer de façon approfondie mais aussi qu'il a proposé des alternatives convaincantes et opératoires.

Sur la question de l'inadéquation des modèles des sciences de la nature aux sciences sociales, nous reprendrons certains points des développements consacrés à cette question par Elias (1996) dans « Engagement et distanciation ». L'auteur y explique tout d'abord que le mode d'appréciation des valeurs dans les sciences de la nature est la relation mutuelle des phénomènes (Elias, 1996, p. 14). Il précise plus loin ce point en opposant « agrégats » et « configurations » et en expliquant que les concepts de variable indépendante et de loi scientifique ne sont adaptés que pour l'étude d'agrégats (ibid., p. 38-40). Pour étudier des structures organisées caractérisées par le fait que « les parties composantes perdent leur caractère spécifique lorsque leurs relations avec d'autres sont rompues » (ibid., p. 43), il faut des « modèles de configuration et de processus ».

Il nous semble que les marchés financiers peuvent parfaitement être caractérisés ainsi. L'évolution des cours est concrètement déterminée l'effet combiné d'ordres d'achat et de vente émis par des investisseurs ; cela signifie aussi, inévitablement, que ces derniers sont interdépendants : chaque décision d'achat ou de vente est prise en compte dans l'évolution des cours, or cette dernière, sous le nom de rendement¹⁰⁰, est ce qui détermine le profit de l'investisseur et ce sur quoi il est jugé s'il décide pour compte de tiers. Non seulement les investisseurs sont interdépendants, mais de plus ils savent qu'ils le sont. On comprend mieux pourquoi le recours, chez eux, à des modélisations du risque, particulièrement quand ce sont des investisseurs professionnels, est si généralisé : indépendamment même des déterminants institutionnels du recours à ces modélisations, ces acteurs sont fondamentalement confrontés à une situation telle que les conséquences de leurs décisions dépendent d'une multitude de décisions interdépendantes. C'est dans un contexte de ce type que le besoin de recourir à des procédures, au sens où Simon (1976) utilisait ce terme en définissant la rationalité procédurale, est le plus aigu¹⁰¹. Des procédures, c'est précisément ce que sont, pour les

particulier comment la science économique, à partir de la révolution marginaliste en particulier, a pris modèle sur des concepts et des méthodes propres à la science physique du milieu du XIX^{ème} siècle.

¹⁰⁰ Qui n'est jamais qu'une différence de cours exprimée en pourcentage.

¹⁰¹ L'incertitude dont parle Simon dans son texte consacré à la rationalité procédurale (Simon, 1976) n'est pas extérieure aux acteurs, comme c'est le cas chez Knight et dans les approches probabilistes ; elle ne caractérise pas l'environnement des investisseurs mais les modes d'interdépendance dans lesquels ils

investisseurs, ces modélisations du risque : *conçus* par des économistes *comme des descriptions* d'un réel intrinsèquement social mais décrit comme naturel, ces modèles sont *utilisés* par les investisseurs *comme des procédures* les aidant à prendre des décisions en univers incertain.

Les investisseurs, comme tout un chacun, ignorent l'avenir, ce qui implique que leur appréciation de la valeur fondamentale d'un actif financier ne peut relever que du jugement et non de la connaissance. S'ils devaient se décider seuls et si l'évolution du cours de ces actifs était parfaitement indépendante des décisions prises par les investisseurs dans leur ensemble, ils seraient déjà confrontés à ce problème du caractère inconnaissable au sens strict de la valeur fondamentale. Mais à ce problème s'en ajoute un autre : concrètement, l'évolution du cours des actifs financiers ne dépend que des ordres passés par les investisseurs, qui sont, comme nous l'avons vu, interdépendants de fait. Dans ces conditions, les décisions des investisseurs tiennent compte, logiquement, de cette situation d'*inscription dans un mode d'interdépendance* avec d'autres acteurs dont rien ne dit qu'ils forment les mêmes jugements, suivent la même logique ou utilisent les mêmes modèles. Les décisions d'investissement sont donc *différentes* de ce qu'elles seraient si les investisseurs n'étaient pas interdépendants.

s'inscrivent. Simon s'opposait à la conception développée dans le cadre de la théorie des anticipations rationnelles, évoquant comme suit le texte fondateur de cette théorie : « In a well-known paper, my former colleague, John F. Muth, proposed to objectify the treatment of uncertainty in economics by removing it from the decision-maker to nature. » (Simon, 1976, p. 142). Or, en lisant cet article de Muth (1961), il s'avère qu'il visait lui-même Simon : le Simon qui avait défini et théorisé en 1958 la notion de rationalité limitée. Il semble que, chez Simon, l'élaboration de la notion de rationalité procédurale soit en fait une réélaboration de la rationalité limitée à la lumière de la critique venue entre-temps de la théorie des anticipations rationnelles. Et l'opposition à cette théorie se formule non pas en partant des limites des capacités cognitives des individus (comme c'était le cas pour la rationalité limitée) mais en posant que l'incertitude ou le risque n'est pas une caractéristique d'un environnement extérieur à l'acteur et sur lequel il n'a pas de prise : ce sont les acteurs qui font de cet environnement quelque chose de plus ou moins certain ou incertain. « As economics has moved from statics to dynamics [...] it has become more and more explicit in its treatment of uncertainty. Uncertainty, however, exists not in the outside world, but in the eye and mind of the beholder. » (Simon, 1976, p. 142). L'incertitude existe « dans le regard et dans l'esprit » de l'acteur qui observe son environnement, elle ne caractérise pas cet environnement, pensé comme « naturel » et « objectif » par les théoriciens des anticipations rationnelles, mais la façon dont cet environnement est considéré par l'acteur, donc la relation entre l'acteur et son environnement. La rationalité procédurale consiste précisément dans la mise en œuvre de procédures (au sens large du terme) qui visent à réduire l'incertitude comprise dans ce sens, l'incertitude qui caractérise la relation de l'acteur à son environnement. Simon l'oppose à la rationalité substantive, mais ne traite pas les deux formes de rationalité sur le même plan; en effet la rationalité substantive n'existe, selon lui, que dans la théorie économique, et la rationalité expérimentalement observable dans le monde réel est, elle, presque toujours procédurale. La rationalité substantive ne peut être réellement appliquée que dans quelques cas-limites, des situations triviales qui ne sont nullement représentatives de celles que vit un décideur économique ordinaire. Les acteurs, notamment parce qu'ils ne peuvent prédire l'avenir, ne peuvent être substantivement rationnels.

Cela correspond bien à la situation décrite par Elias comme nécessitant « des modèles de configuration et de processus » : « les parties composantes perdent leur caractère spécifique lorsque leurs relations avec d'autres sont rompues » (ibid. p. 43). Ce « caractère spécifique », en effet, est déterminé par ces relations, plus précisément on ne comprend les décisions prises par des individus qu'en étudiant le mode d'interdépendance dans lequel ils sont inscrits et qui les détermine. Comme on le voit, Elias, en se dissociant du modèle des sciences de la nature, se dissocie aussi de l'individualisme méthodologique.

Sur cette question, il faut souligner que cet auteur, comme l'a clairement expliqué Corcuff (1995), a mis au cœur de son propos théorique l'idée que rejeter l'individualisme méthodologique ne signifiait pas l'adhésion à un « holisme méthodologique ». Ce point a son importance, cette opposition entre les deux termes et l'idée qu'il y aurait à choisir entre les deux jouant un rôle structurant pour une grande partie des sciences économiques mais aussi par exemple dans la sociologie de Raymond Boudon. Dire que les décisions des investisseurs ne sont pas principalement déterminées par leurs caractéristiques individuelles, ce n'est pas considérer ipso facto qu'ils sont soumis à une norme collective qui s'imposerait à eux.

Elias a fondé ses recherches empiriques sur des représentations de « nombreux individus qui, de par leur dépendance réciproque, sont liés entre eux de multiples façons, formant ainsi des associations interdépendantes ou des configurations dans lesquelles l'équilibre des forces est plus ou moins instable » (Elias, 1993, p. 10). Ces configurations « exercent de multiples manières un certain degré de contrainte sur les individus qui les forment », et en même temps « cette force n'est pas extérieure aux individus, comme on le laisse souvent paraître, mais résulte simplement de l'interdépendance des individus » (Elias & Scotson, 1997, p. 255). Le comportement des membres de la cour de Louis XIV (Elias, 1985) comme celui des habitants des quartiers ouvriers d'une ville du nord de l'Angleterre (Elias & Scotson, 1997) est fortement contraint par les caractéristiques du mode d'interdépendance, de la configuration dans laquelle ils sont engagés : les traits particuliers de la curialité (*Höfigkeit*) dans le premier cas, ceux d'une relation « établis-marginaux » dans le deuxième.

Norbert Elias a d'abord appliqué les notions d'interdépendance et de configuration, centrales dans sa sociologie (cf. notamment Elias, 1970), à la compréhension de la société de cour dans un livre qui, centré sur la cour de Louis XIV, analyse plus largement la « curialité » comme phénomène social.

La situation dans laquelle sont placés les hommes de cour est la suivante : l'objectif de chacun, pris isolément, est d'obtenir la faveur du roi. Pour cela, il faut d'abord, de façon générale, être bien vu à la cour. Or ce qui permet d'atteindre cet objectif n'a pas de définition objective, stable, substantielle. Dans la compétition pour être bien vu à la cour et obtenir la faveur du roi, les atouts que les hommes de cour peuvent mobiliser ne sont ni l'argent ni bien sûr sur le travail qu'ils effectuent, les nobles admis à la cour n'ayant par définition aucune activité professionnelle¹⁰². C'est cette situation qui, littéralement, *contraint* les hommes de cour à se concentrer sur la façon dont ils sont vus, dont ils sont perçus : faute de pouvoir relier le fait d'être bien vu à l'accomplissement d'une tâche particulière, à la production d'un bien ou d'un service, à la détention de capital etc., le plus sûr est de s'en tenir au sens littéral d' « être bien vu ». Leur évaluation repose entièrement sur ce qu'ils donnent à voir, sur leur comportement extérieur, et c'est donc logiquement dans ce contexte que tout ce que l'individu donne à voir va être codifié à l'extrême : les manières de table, les normes de politesse, le vêtement, l'art de la conversation, les normes de pudeur etc. Norbert Elias souligne que jamais dans l'histoire l'activité de codification et de « procéduralisation » du comportement extérieur des individus n'a été aussi intense que chez les acteurs constituant les cours des monarchies absolues entre le XVI^{ème} et le XVIII^{ème} siècle : plus précisément, jamais ce comportement ne s'est autant *modifié* qu'à cette époque et dans ce contexte social bien spécifique (Elias, 1985, 1990a, 1990b). La société de cour a été le lieu où se sont inventées les formes de civilité modernes.

Cette analyse a permis à Elias de parler de la société de cour et des hommes de cour autrement que sur le registre de la condamnation morale du « règne des apparences » ou du « paraître ». L'importance de l'apparence est expliquée par une particularité structurelle : les caractéristiques du mode d'interdépendance dans lequel s'inscrivent les individus en question.

Elias a noté à deux reprises l'analogie qui peut être faite entre perception curiale et évolution des cours de Bourse. Les acteurs des marchés financiers cherchent à être bien vus par le marché, comme les hommes de cour cherchaient à être bien vus par la cour et *in fine* par le souverain. C'est ce qui ressort des deux passages où Elias opère lui-même l'analogie :

¹⁰² L'argent et la réussite professionnelle sont les critères de jugement de la bourgeoisie naissante, or une des fonctions des cours des monarchies absolues a précisément été d'isoler la noblesse de la bourgeoisie. Elias développe aussi l'idée que, face au déclin économique et politique de la noblesse aux XVI^{ème} et XVII^{ème} siècles, le développement des cours royales était un moyen pour le souverain de lui redonner un espace pour qu'elle puisse encore servir de contrepoids à la bourgeoisie, de façon à ce que le souverain puisse éventuellement se poser comme arbitre entre les deux.

« Ce mécanisme a une certaine ressemblance avec la Bourse. Là aussi, on assiste à la formation d'opinions changeantes sur certaines valeurs. Mais à la Bourse, il s'agit de valeurs d'entreprises dans l'opinion des bailleurs de fonds, à la cour il s'agit d'opinions sur la valeur des hommes qui en font partie. A la Bourse, les moindres fluctuations peuvent être exprimées par des chiffres, à la cour la valeur d'un homme s'exprimait en premier lieu par des nuances dans les rapports sociaux et mondains qu'il entretenait avec ses semblables. » (Elias, 1985, p. 80)

« La cour est une sorte de bourse. Comme dans chaque « bonne société » on y assiste, dans les échanges entre hommes, à la formation d'une « opinion » sur la valeur de chacun. Mais cette valeur ne se fonde pas sur la richesse du personnage ni sur ses accomplissements ou ses connaissances, elle se fonde sur la faveur que lui témoigne le roi, sur l'influence qu'il exerce sur les autres puissants, sur son poids dans le jeu des cliques et des coteries. » (Elias, 1990b, p. 237)

L'évolution du cours dépend au sens strict des investisseurs, qui sont interdépendants. En même temps, si nous revenons au cœur de notre sujet et à notre terrain, ce que nous cherchons à comprendre dans cette Troisième Partie n'est pas l'évolution des cours mais la nature de la relation entre information publique (produite par les analystes) et évolution des cours de sociétés cotées données sur une période donnée. Nous le faisons en essayant de sortir d'une alternative du type « tout ou rien » : soit les analystes influent sur le cours (ou, dans la perspective dominante de la recherche en finance qui envisage l'évolution du cours comme un objet indépendant des acteurs et non comme un construit social, l'anticipent correctement) soit ils ne servent à rien. Cette alternative est celle du point de vue d'investisseur tel qu'il est élaboré et traduit par la recherche dominante en finance¹⁰³ : l'analyste est là pour permettre à l'investisseur d'anticiper l'évolution du cours, et si ce n'est pas le cas il est inutile. Dans cette perspective il n'y a pas d'autre relation imaginable entre la production des analystes et l'évolution des cours qu'une relation d'anticipation ou de détermination, suivant la façon dont l'évolution des cours est appréhendée conceptuellement.

L'idée que nous avançons ici est qu'il est possible de penser ce rôle différemment si l'on considère de quelle façon les analystes s'inscrivent dans le mode d'interdépendance qui produit l'évolution du cours. Au sens strict, seuls les investisseurs y sont. Mais, à l'instar

d'Elias qui n'hésitait pas à élargir son analyse de la cour à un contexte socio-historique plus large en prenant en compte d'autres modes de relation, nous pouvons chercher à cerner la configuration dans laquelle s'inscrivent les acteurs pour qui l'évolution du cours de sociétés cotées données constitue un enjeu important : les investisseurs concernés bien sûr, mais aussi les responsables relations investisseurs de ces sociétés et les analystes qui les couvrent.

Ces trois catégories d'acteurs sont, de façon générale, structurellement interdépendantes : les investisseurs ont besoin des informations fournies par les sociétés cotées et les analystes, les sociétés cotées ont besoin d'entretenir des relations suivies avec les investisseurs qui sont leurs actionnaires effectifs et potentiels et peuvent être amenés à voter en assemblée générale sur des décisions stratégiques et/ou à souscrire à une augmentation de capital, les analystes ont besoin du contact avec les sociétés qu'ils couvrent pour obtenir de l'information et ces sociétés ont aussi besoin d'être couvertes correctement par les analystes pour susciter l'intérêt des investisseurs et pour qu'une expertise tierce produise une valorisation légitime, les analystes ont besoin d'entretenir la relation avec les investisseurs parce que ce sont leurs clients et aussi pour connaître les points de vue et positions des acteurs qui constituent le marché au sens étroit.

Ces considérations simplement fondées sur des réalités connues permettent de dire qu'investisseurs, analystes et sociétés cotées (via leurs responsables des relations investisseurs) constituent une configuration, qu'Elias définit comme « concept générique de la structure que des hommes interdépendants, groupes ou individus, forment entre eux » (p. 130).

Si maintenant nous voulons mieux comprendre comment les analystes s'inscrivent dans cette configuration afin d'aboutir à une meilleure compréhension de leur relation à l'évolution des cours, il nous faut en observer les modalités concrètes. Ce sont en effet les caractéristiques du mode d'interdépendance qui déterminent largement le comportement des individus qui y sont inscrits. Il faut donc les cerner aussi précisément que possible, par exemple en nous demandant, dans chaque relation bilatérale entre catégories d'acteurs, qui a le plus besoin de l'autre et de quelle façon. Chaque relation sera caractérisée pour essayer d'apprécier dans quel sens et dans quelle mesure il s'agit d'un rapport de forces, une relation entre A et B étant un rapport de forces au profit de A dans la mesure où B ne peut se passer de cette relation, ce qui fait qu'elle exerce une contrainte sur sa marge de décision.

¹⁰³ Et qu'il ne faut pas confondre avec le point de vue des investisseurs réels, comme le remarquent

C'est ce que nous allons faire dans les cas et sur la période que nous avons étudiés, en passant en revue successivement trois côtés du triangle :

- relation analystes – sociétés cotées
- relation sociétés cotées – investisseurs
- relation analystes – investisseurs

Le matériau utilisé ici sera tiré des entretiens réalisés avec les analystes et les responsables relations investisseurs. Après avoir consacré un développement à chacun de ces trois types de relations, nous intégrerons des considérations sur le rôle d'autres acteurs (médias, consultants intervenant pour les relations investisseurs, consensus) pour aboutir à une représentation de la configuration. Partant de cette vue d'ensemble, nous pourrions proposer une réponse à la question de la relation entre production des analystes et évolution des cours appuyée sur une compréhension plus précise et plus réaliste de leur rôle et de ses déterminants.

2. Relation analystes – sociétés cotées

Les éléments dont nous disposons pour caractériser cette relation viennent, logiquement, des entretiens avec les analystes d'une part, les relations investisseurs d'autre part.

Du côté des relations investisseurs, RI-L, tout en remarquant qu'on ne peut se passer des analystes sell-side, note une certaine baisse de la qualité du suivi consécutive à la « crise du sell-side » qui a mené à la concentration du brokerage ; elle souligne aussi que les analystes, s'ils peuvent avoir « un impact » sur le marché, ne font pas la tendance, qui, elle, se définit au niveau des gérants.

RI-M souligne lui aussi une perte d'influence relative des sell-side qu'il considère toutefois comme moins marquée en Europe qu'aux Etats-Unis, point de comparaison visible pour un groupe comme Mega qui compte bon nombre d'investisseurs nord-américains dans son capital et qui est suivi par tous les grands broker-dealers américains. Sur un plan général, la façon dont il définit a priori sa place dans les relations dont il est investi (« *On est en*

contact avec tous ceux qui souhaitent être en contact avec nous ») montre bien qu'il se voit spontanément en position de force puisqu'il ne se perçoit pas comme demandeur.

RI-L : *« On peut pas se passer des analystes financiers, on y consacre beaucoup de temps, dans la communauté des analystes financiers on sait ceux qui font le marché, ceux qui ont un impact sur le marché, mais ce n'est pas parce qu'ils ont un impact sur le marché que leurs conseils seront toujours suivis et au final c'est quand même bien un mouvement qui se déclenche à un moment particulier qui fait que tout le monde va suivre dans un sens ou dans l'autre »*

Q – Et là c'est au niveau des gérants...

RI-L : *« Les gérants, oui. [...] Pour les analystes on a clairement identifié un certain nombre de maisons comme étant celles qui soit passent les plus gros volumes sur le groupe et on suit de très près les volumes traités par tel ou tel »*

Q – Vous avez une façon de le savoir ?

RI-L : *« Oui, par Euronext, et puis surtout un certain nombre de brokers nous donnent régulièrement les flux qu'ils traitent pour notre intermédiaire. Ensuite on se cible sur les analystes dont on considère que le suivi qu'ils font de l'entreprise est de bonne qualité, la bonne qualité est également dans notre cas dépendante du temps qu'ils y passent, et on a plutôt vu au cours des dernières années une réduction du nombre d'analystes global compte tenu de la concentration des maisons. On a de moins en moins de recherche fondamentale sur le groupe, les recherches fondamentales sont essentiellement faites à l'occasion de réinitiations de couverture mais au jour le jour on a de petites notes courtes, qui sont très event-driven, et ça c'est un peu la difficulté pour nous, c'est qu'on n'a pas de vrai suivi intéressant. Par moment, là, par exemple en ce moment¹⁰⁴ on a deux analystes qui réinitient la couverture et du coup ça donne un volume d'information qui est beaucoup plus fouillé. »*

Q – Quand vous dites que vous êtes en front office avec le marché, ça veut dire que vous êtes en contact avec quelles cibles ? Les analystes sell side, les gérants, les agences de notation...

RI-M : *« On est en contact avec tous ceux qui souhaitent être en contact avec nous, c'est plutôt comme ça qu'il faut le voir, et on est fondamentalement des prestataires de services. [...] »*

¹⁰⁴ Entretien réalisé le 29/05/2007.

Q – D'accord, et là, parmi les interlocuteurs que vous avez, quels sont ceux avec qui vous êtes en contact le plus fréquemment par type

RI-M : « *Le contact le plus fréquent est clairement celui avec le sell-side* »

Q – D'accord

RI-M : « *Alors ça tient à deux observations. La première qui est peut-être la plus triviale mais qui est quand même la plus importante c'est que c'est quand même leur raison d'être, hein, quelque part c'est bien de faire le lien entre les sociétés qu'ils suivent et leurs propres clients [...]. La deuxième raison est une raison un peu plus culturelle et là je pense qu'il est important de faire une distinction entre ce qui se passe en Europe et ce qui se passe aux Etats-Unis. Culturellement en Europe c'est vrai que les buy-side s'en remettent beaucoup aux sell-side au sens de l'intermédiation c'est-à-dire que ça n'empêche pas les buy-side européens de nous contacter directement à certaines occasions mais il est vrai que la plupart d'entre eux continuent à s'en remettre à l'intermédiation des sell-side, que ce soit sur des sujets d'actualité, que ce soit sur des sujets de stratégie plus générale ou que ce soit sur des aspects liés à des consensus de résultats ; aux Etats-Unis on est dans une pratique qui est légèrement différente, où les buy-side sont beaucoup plus proactifs vis-à-vis des sociétés dans lesquelles ils ont une participation, qu'ils suivent. Alors il y a plusieurs explications à ça la première en tout cas aux Etats-Unis c'est que la crise du sell-side des années... »*

Q – 2001-2003...

RI-M : « *2001-2003 ça me paraît une bonne période, a fait beaucoup plus de victimes qu'elle n'en a fait en Europe. [...] En Europe qu'est-ce qui s'est passé ? [...] Les équipes de recherche ont considérablement fondu, on demande maintenant clairement aux sell-side de faire aussi du marketing, ce n'était pas le cas avant, bon il y a eu quand même des évolutions en Europe, c'est indéniable. Aux Etats-Unis il y a eu quelque chose de beaucoup plus structurant, en particulier une volonté clairement affichée par les gérants d'être beaucoup plus indépendants et de renforcer leur niveau d'expertise interne pour être moins liés par les services des sell-side au-delà du classique dont évidemment tout le monde a besoin. »*

Du côté des analystes, l'idée que le contact avec les relations investisseurs n'est ni exclusif ni primordial apparaît dans plusieurs entretiens, bien loin, donc, de ce qu'il est supposé être dans le cadre de la problématique des conflits d'intérêts. Les analystes font ainsi remarquer à plusieurs reprises qu'ils utilisent bien d'autres sources d'information que celles que peuvent leur donner les sociétés qu'ils couvrent : ils exploitent les contacts avec les

concurrents (y compris non cotés), diverses sources d'expertise sectorielle (médias spécialisés, congrès, conférences...), et par ailleurs les feedbacks des clients sont aussi riches d'enseignement en ce qu'ils permettent de « sentir » le marché, de comprendre les attentes et les stratégies des investisseurs etc.

A-M2, pour sa part, donne un point de vue sur le rapport de forces entre sociétés cotées et analystes en remarquant que les grands groupes sont, assez logiquement, moins dépendants de leur opinion. Elle note que, dans le cas de Mega, il a fallu qu'une erreur de communication assez flagrante soit commise pour que les analystes réagissent, mais ce point précède immédiatement le passage où elle souligne que, dans les roadshows de Mega, les brokers sont réduits au rôle d' « agence de voyages ».

Q – Il y a une espèce d'interdépendance entre le gérant le sell-side et puis les émetteurs eux-mêmes via leur travail de relation investisseurs et dans cette espèce de triangle-là il y a aussi je dirais pas un rapport de forces enfin oui il y a une histoire de rapport de forces finalement...

A-M2 : « Alors c'est particulièrement vrai sur des valeurs plus petites, oui, après c'est pas faux sur des valeurs plus grosses. Pourquoi je fais la différence ? Quand c'est des valeurs plus petites il est clair que quand vous avez 5 analystes ou 10 analystes qui vous suivent et que vous vous les mettez tous à dos c'est embêtant, donc vous répondez jamais à leurs questions c'est embêtant. [...] Alors quand vous êtes Mega [...] c'est un peu plus dur de planter vos relations avec les analystes. C'est faisable, il y est même arrivé d'ailleurs cette année donc c'est tout à fait faisable, et il y a une stratégie de com qui ne pardonne pas qui est la stratégie de com de la poussière sur le tapis : vous ne parlez jamais des choses qui fâchent. Il y a un moment, on est cons mais ça énerve, c'est-à-dire que quand vous annoncez 7% de croissance de production en novembre 2006 pour 2007 et que vous allez réaliser entre 1 et 1 et demi et que si vous cherchez sur l'année entière il n'y a pas une seule slide où on vous explique pourquoi on passe de 7 à un 1 et demi qui n'est jamais mentionné si ce n'est oralement au milieu de la conf call. Vous vous dites non il nous prend pour des idiots mais le problème c'est qu'à force de nous prendre pour des idiots c'est la plus mauvaise perf quasiment du secteur [...] Autant sur des petites valeurs vous pouvez faire des erreurs de com assez bêtes enfin qui se voient assez vite sur une grosse valeur comme ça euh il y a un effet d'inertie qui est plus important en revanche il peut vraiment être réel et vous pouvez arriver à vous mettre la communauté financière à dos. »

Si on doit la caractériser en termes de rapports de force, la relation analystes – sociétés cotées nous semble à double sens, voire relativement équilibrée, avec d'importantes nuances tenant essentiellement à la taille de la société et plus précisément à la taille de son flottant. En effet, d'un côté, les analystes ont besoin de cette relation : même si la relation client est la plus importante pour eux, le « corporate access » et la capacité à organiser des roadshows font partie des critères pris en compte par les clients, ce qui suppose au moins de garder des relations correctes avec le management et les responsables relations investisseurs des sociétés cotées. De l'autre, les sociétés cotées en ont aussi besoin : les brokers organisent les roadshows et les conférences qui sont toujours parmi les principales modalités concrètes de mise en relation avec les investisseurs, les analystes sell-side sont toujours considérés, par les médias financiers mais aussi et surtout via les consensus d'analystes, comme constituant l'« opinion du marché », et à ce titre il faut en tenir compte.

Analystes et sociétés cotées ont, dans l'ensemble, besoin les uns des autres. En même temps la tendance qui semblait émerger des entretiens était que, surtout dans le cas des grands groupes, les sociétés tendent à avoir moins besoin des analystes. Elles tendent à être à l'initiative des roadshows et à en contrôler le déroulement effectif, mais aussi à chercher un contact direct, ou en tout cas moins « filtré » par les analystes, avec les investisseurs. Le côté « sociétés cotées – investisseurs » du triangle tend à se renforcer, comme nous allons le voir.

3. Relation sociétés cotées – investisseurs

Un des rôles traditionnels des analystes sell-side consiste à servir d'intermédiaire entre sociétés cotées et investisseurs : classiquement, les prévisions et recommandations des analystes incitent les professionnels de la gestion d'actifs à acheter des titres des sociétés qu'ils couvrent ou au minimum à s'y intéresser. Cette fonction d'intermédiation des analystes se concrétise généralement par l'organisation de roadshows, soit des réunions organisées par les brokers et au cours desquelles un représentant d'une société cotée couverte par l'analyste est amené à s'exprimer devant les clients du broker et à répondre à leurs questions¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Il s'agit ici des « roadshows sociétés », à distinguer des « roadshows investisseurs », qui sont plus des « tournées » commerciales au cours desquelles c'est l'analyste lui-même qui présente les valeurs qu'il couvre à des clients. Nous reviendrons plus loin sur l'ambiguïté de ce que recouvre le terme « roadshow ».

Or un phénomène que nous avons découvert en interviewant RI-L (et qui nous a conduit à contacter et interviewer C2 et C3) a retenu notre attention : il s'agit du développement de relations entre sociétés cotées et gérants ne passant plus par l'intermédiaire des analystes. Confirmée par la suite dans plusieurs entretiens avec des analystes, cette évolution fait intervenir des consultants rémunérés par les sociétés cotées pour fournir à leurs départements relations investisseurs des informations précises sur leur actionnariat et son évolution (c'est l'essentiel du travail de C2) ainsi que des analyses sur les attentes des investisseurs et leur perception de l'entreprise (c'est une bonne partie du travail de C3).

Ces prestations remettent en question le rôle traditionnel d'intermédiaire joué par les analystes entre investisseurs et sociétés cotées ; ces dernières, dans la mesure où elles sont informées très précisément sur l'identité des investisseurs qui sont présents dans leur capital et/ou sont susceptibles d'y entrer (ou d'en sortir), mais aussi sur leurs attentes, leurs modes de prise de décision, leurs stratégies etc., savent à qui s'adresser et avec quel message, et cela en « court-circuitant » largement les analystes. Les témoignages sur les modalités d'organisation des roadshows sont à cet égard assez révélateurs.

Sur le développement et les caractéristiques de ces relations « directes » entre sociétés cotées et investisseurs, nous disposons de témoignages de responsables relations investisseurs, de consultants contribuant à instrumenter ces relations (qui ne sont donc pas tout à fait « directes ») et d'analystes.

Du côté des responsables relations investisseurs, RI-L détaille son activité de contacts directs avec les gérants et explique comment ce travail est rationalisé par un « ciblage » très précis opéré notamment dans le cadre des roadshows. Sur la question du suivi précis de l'actionnariat pour savoir qui sont les décideurs réels qu'il s'agit de « cibler » pour optimiser la relation avec les investisseurs, RI-M donne aussi des éléments des méthodes mises en œuvre par l'équipe relations investisseurs de Mega.

RI-L : *« Je voulais juste compléter sur la manière dont on identifiait les leaders d'opinion chez les gérants parce que ça ça me semble être important. Nous on a une approche qui est assez méthodique de ce sujet-là et qui est pas évidente parce qu'il y a un turnover important chez les gérants ; on fait à peu près 340 rendez-vous par an donc c'est beaucoup, pardon, on rencontre 340 gérants en one-on-one et ça fait 250-260 rendez-vous ce*

qui est beaucoup, ça représente 40 jours de mon temps de voyage plus les gens que je vois ici qui sont pas comptabilisés, ça représente 15 jours du président et 25 jours du directeur financier ; donc on a une base de données qui est constamment actualisée, qui est une base de contacts qu'on actualise très régulièrement c'est-à-dire que les gens qu'on n'a pas rencontré depuis un certain temps on envoie des mails pour savoir s'ils sont toujours actifs ou pas ; dans cette base de données on a également des feedbacks des rendez-vous qu'on a avec eux c'est-à-dire qu'en fait quand on passe par un broker pour organiser un roadshow on le fait pas nous-mêmes, hein, en direct [...] on demande au broker de nous remonter les feedbacks des investisseurs qu'on a rencontré ; ils nous disent ce qu'ils ont pensé de l'entretien quels sont les points etc. et on les rentre dans notre base de données, ce qui veut dire que quand on re-rencontre quelqu'un on sait comment il a réagi et on peut adapter. Mais au-delà de ça, ça c'est pas suffisant parce qu'on fait des enquêtes TPI qu'on fait ensuite analyser traditionnellement comme tout le monde par des gens, nous en l'occurrence c'est Citigate qui fait ça pour nous, pour réattribuer les fonds à des institutions et puis pour identifier surtout les étrangers, mais au-delà de ça on fait appel à un prestataire extérieur qui nous dit qui à l'intérieur des institutions est la personne qui est le leader d'opinion et c'est un cran au-dessus. Et donc on sait que quand on va dans un roadshow nous on fait du targeting très précis c'est-à-dire qu'en fait on demande pas au broker de nous donner leurs clients, on leur dit on veut aller à tel endroit à telle date on a tel créneau et on va travailler en une ou deux équipes, on veut rencontrer machin machin et machin dans tels fonds parce que c'est nos actionnaires importants et qu'on veut aller les rencontrer, et la fois d'après, quand on y va, on dit on a déjà rencontré machin machin donc on veut rencontrer truc bidule et après il y a un Tier Two et on leur dit sur la période, là, on leur demande de diversifier et de nous faire rencontrer de nouvelles personnes. Donc c'est une approche assez méthodique et les nouvelles personnes c'est libre à eux mais par contre on leur demande et ils sont jugés sur leur capacité à nous faire rencontrer les gens qu'on veut rencontrer. »

Q – Je sais que sur les actionnaires individuels par exemple il y a les enquêtes TPI mais est-ce qu'il y a la même chose sur les fonds, est-ce que vous avez des outils pour savoir à un instant t qui est actionnaire qui ne l'est pas et quel type de gens sont effectivement dans le capital ?

RI-M : « *On utilise... vous avez 3 sociétés qui font ce genre de chose vous avez Thomson Financial¹⁰⁶ vous avez Capital Precision et vous avez Acumen Partners en particulier pour l'Amérique du Nord. Donc tous les trimestres on en fait tourner au moins 2 et on essaie de réconcilier... En fait le travail le plus difficile d'ailleurs c'est pas tellement l'identification à un instant donné parce que je dirais les banques font remonter ça de manière assez simple, ce qui est beaucoup plus difficile c'est après d'arriver à réconcilier, à mettre ensemble les entités qui sont identifiées comme séparées parce qu'elles n'ont pas le même nom mais qui en réalité sont gérées par la même personne ou qui en tout cas répondent à un comité d'investissement commun. »*

Q – Où c'est le même décideur en fait

RI-M : « *Voilà qui est le décideur en tout cas qui est celui qu'il faut connaître qui est le buy-side commun finalement à tous ces fonds, donc ça c'est un premier point et ça je dirais eh bien ça vient avec l'expérience plus le temps passe et mieux on connaît notre actionnariat et plus il est facile de suivre »*

Q – De recouper l'information

RI-M : « *Absolument, l'autre point c'est que bien évidemment il faut être très attentif à tous les mouvements qu'il peut y avoir au sein de tout ce monde, et là encore je pense que la seule chose qui est très importante c'est d'avoir une base de données extrêmement bien tenue à jour et [...] à chaque fois qu'on les rencontre de montrer que ça nous intéresse de savoir quel est leur niveau de détention je veux dire c'est pas... d'abord parce que ça ne pose en général aucun problème à nos interlocuteurs de le dire d'abord parce que ça ne les engage à rien, c'est une situation à un instant t, il y a que parce qu'on leur demande, parce qu'on fait, c'est vrai, l'effort de leur demander quasi-systématiquement, du coup on a généré aussi de ce point de vue un flux d'information c'est-à-dire que maintenant vous avez des gens qui nous le disent spontanément. »*

C2, qui dirige la branche française d'une structure de conseil basée aux Etats-Unis (et filiale d'un groupe d'études et de conseil basé à Londres), expose assez clairement la nature des prestations qu'il réalise pour le compte des services relations investisseurs de groupes cotés. Au travail d'identification des actionnaires s'ajoutent deux niveaux d'investigation supplémentaires : un travail d'identification précise des décideurs d'investissement (qui peuvent être communs à plusieurs actionnaires), et un travail de caractérisation de ces

¹⁰⁶ Thomson n'avait pas encore fusionné avec Reuters à la date de l'entretien.

décideurs : type de stratégie, derniers mouvements effectués sur le titre, derniers mouvements effectués sur les titres des concurrents (et part détenue dans le capital de ces concurrents etc.). Tous ces éléments sont intégrés dans une base de données qui permet aussi de repérer, pour une société donnée, des investisseurs qui « devraient » s’y intéresser (en fonction de son profil et de leurs attentes) mais qui ne sont pas présents au capital (et constituent donc des « prospects » pour les relations investisseurs).

C2 et C3, qui dirige à Paris une petite structure indépendante de conseil aux relations investisseurs¹⁰⁷, s’expriment aussi sur le travail plus qualitatif des études de perception qu’ils réalisent : concrètement il s’agit de sonder un échantillon de gérants et/ou buy-side ciblés grâce aux études réalisées par ailleurs en leur posant quelques questions sur la façon dont ils perçoivent une société cotée déterminée, et de faire remonter cette perception au responsable relations investisseurs de cette société, en particulier pour « travailler les points faibles ».

C2 : « Si je mets le focus sur le marché français on va dire qu’aujourd’hui on a une cinquantaine de clients et dans 98% des cas ils passent par nous notamment pour identifier leur actionnaire »

Q – D’accord parce qu’en fait une des personnes que j’ai rencontrées en relations investisseurs elle décrit une sorte de système à 3 étages elle m’a dit bon il y a les enquêtes TPI Titre au Porteur..

C2 : « Identifiable »

Q – Identifiable oui c’est ça il y a ensuite l’appel à des prestataires dans votre genre pour savoir, pour identifier notamment les actionnaires étrangers qui passent par un dépositaire pour savoir qui est derrière et puis aussi pour savoir par exemple dans différents fonds qui est le buy-side commun qui est le décideur commun de différentes structures qui en fait dépendent de lui, et puis après il y a l’idée d’essayer de comprendre, c’est l’idée d’un système à trois étages, alors est-ce que c’est ça, est-ce que j’ai bien compris ?

C2 : « Bon alors déjà ce qu’il faut dire c’est qu’en France c’est un marché un petit peu particulier parce qu’il y a la possibilité pour les sociétés cotées, lorsqu’elles l’ont inscrit dans leurs statuts, de faire appel à Euroclear pour récupérer un fichier TPI, c’est-à-dire Titre au Porteur Identifiable, puisque vous savez que dans le capital d’une société vous avez des actionnaires qui sont au porteur, des actionnaires qui sont au nominatif ; bon les actionnaires qui sont au nominatif on n’en parle pas parce qu’en fait c’est un fichier qui est géré par la

banque généralement et... mais très peu d'actionnaires se déclarent au nominatif, donc l'objectif c'est d'identifier les actionnaires au porteur grâce au TPI ; déjà ce qu'il faut dire c'est qu'en France les sociétés font en moyenne on va dire un TPI par an sauf les sociétés importantes du CAC 40 qui ont un flottant très important qui peuvent le faire 2 fois ou 4 fois, ça c'est le premier point. Après ce fichier que commande la société auprès d'Euroclear est un fichier Excel généralement brut où vous avez les personnes physiques de façon très détaillée hein Monsieur Dupont avec son adresse son âge sa position, par contre sur les investisseurs institutionnels français vous avez la liste des fonds des SICAV et des assurances ou caisses de retraite, on ne sait pas qui gère, est-ce que c'est géré par elles ou est-ce que c'est sous-traité à une société de gestion alors... et concernant les étrangers vous n'avez que les dépositaires étrangers, donc ce que je dirais c'est que le TPI c'est un fichier brut qui n'est pas exploitable en tant que tel, donc c'est vrai que c'est le premier niveau. Le deuxième niveau c'est donc de confier ce TPI à un prestataire comme nous pour aller plus loin : premièrement regrouper tous les fonds français par centre de gestion regrouper par exemple les assurances caisses de retraite et dire voilà elles sont gérées par telle et telle institution, et puis surtout les étrangers aussi c'est eh bien contacter directement les dépositaires pour avoir le détail de la position, hein, vous pouvez avoir dans le TPI Bank of New York 5 millions de titres, vous ne savez pas qui est derrière. Donc nous on contacte Bank of New York et on va récupérer je ne sais pas une cinquantaine de fonds et nous on sait qui gère chacun des fonds. »

Q – D'accord. Et ça c'est un travail qui est externalisé parce que ce serait trop lourd à faire par les...

C2 : *« Oui et puis c'est un métier de contact, il faut avoir le bon contact dans chaque institution, il faut savoir qui gère tel ou tel fonds et puis je dirais que même si vous contactez les dépositaires c'est pas suffisant ; nous, tous les ans, on a des enquêtes périodiques auprès d'un certain nombre d'investisseurs institutionnels en Europe comme aux Etats-Unis où on leur dit ce mois-ci on travaille pour telle ou telle société on veut connaître le nombre de titres total que vous avez. Pourquoi ? C'est très simple, parce qu'en fait il y a des investisseurs qui signent des contrats avec certains dépositaires, notamment les hedge funds, pour leur interdire de divulguer on va dire le nom l'identité de tel ou tel vous pouvez avoir dans le TPI Bank of New York 3 millions de titres et au final vous avez le détail que sur 2 millions de titres, donc nous on a un gros travail où on va aussi contacter les investisseurs en direct. En plus vous pouvez avoir un investisseur comme Fidelity qui met ses titres chez plusieurs*

¹⁰⁷ En septembre 2009, cette structure a été rachetée par une petite banque d'affaires indépendante,

dépositaires, d'où l'importance de réconcilier un petit peu tout ça sans compter qu'on a aussi des sociétés qui nous commandent des études aussi sans TPI grâce à notre méthodologie qui consiste à contacter les investisseurs directement, donc ça je dirais que c'est le deuxième étage de la fusée entre guillemets si on peut appeler ça comme ça. Par contre après c'est vrai que dans la présentation du rapport on peut fournir de l'information qualitative pour moi c'est pas le 3^{ème} niveau c'est plutôt qu'est-ce qu'on fournit dans le rapport : des informations statistiques, qui sont les actionnaires, mais l'information qualitative comme par exemple on a identifié tel investisseur avec admettons 500000 titres on va vous donner son profil de gestion ce qu'il a en portefeuille chez vos concurrents, mais là d'après des bases de données publiques, et on va vous trouver le nom du contact décisionnaire l'analyste buy-side ou le gérant qui prend la décision d'acheter ou de vendre. »

Q – Alors le profil de gestion c'est le style de gestion et ça vous le connaissez comment en fait ?

C2 : « Eh bien nous on a une très grosse base de données »

Q – D'accord

C2 : « Je vais vous montrer un exemple de rapport voyez par exemple imaginons c'est la société XYZ hein on a identifié cet investisseur qui s'appelle ABN Amro Asset Management détenant 740000 titres de la société ; donc premièrement ce qu'on fournit c'est un peu l'information [inaudible] son style d'investissement il est plutôt « growth » c'est un investisseur de croissance, bon, il a un taux de rotation de portefeuille assez modéré, voilà ce qu'il gère en equity asset par rapport à son total d'asset under management, hein, son style d'investissement, et on va trouver le petit contact c'est-à-dire l'equity analyst ou le portfolio manager qui suit la valeur, la position, hein, alors donc on met à la fois la position et puis si on a fait l'étude on va dire il y a 6 mois 1 an on va vous mettre la position précédente afin de calculer la variation. Donc on fournit ça on peut même fournir ce qu'on appelle des peer holding donc la société XYZ vos concurrents avec ce qu'ils ont dans le capital de vos concurrents [...] parce que c'est bien de dire par exemple qu'ABN Amro est actionnaire mais après ABN Amro qui contacter ? ABN Amro c'est immense, il y a des milliers d'employés, des salles de marchés un peu partout, donc là on vous donne vraiment la personne, le décisionnaire, c'est-à-dire qu'en fait c'est la personne que l'émetteur l'IR devra rencontrer en roadshow. »

Q – Oui c'est ça

C2 : « Pour lui présenter la stratégie avec le CFO, voilà, c'est et en fait, vous savez comment ça se passe les roadshows, jusqu'à présent ce sont les brokers qui emmènent les IR en roadshow, la seule chose le broker il va plutôt faire rencontrer ses clients parce qu'en fait le broker organise des roadshows on va dire gratuitement et son objectif c'est que par derrière il y ait du courtage c'est-à-dire que l'investisseur passe des titres par lui vous voyez ce que je veux dire. Pourquoi en fait les sociétés font une étude d'identification ? Bon en fait il y a plusieurs raisons, premièrement pour vérifier qui est actionnaire du flottant alors il y a des sociétés c'est très justifié parce que c'est des valeurs opérables, et puis il y a des sociétés qui le font une fois par an pour avoir je veux dire trivialement leur petit camembert d'actionnariat à mettre dans le rapport annuel, il y en a d'autres parce qu'ils sont très proactifs pour organiser justement les roadshows, pour l'assemblée générale, pour envoyer les documents pour les roadshows c'est important d'avoir vraiment sa liste d'actionnaires pour pas se faire balader entre guillemets par le broker qui va vous emmener voir un investisseur aux Etats-Unis mais si l'investisseur il a 10000 titres c'est peut-être pas la même chose que s'il en a 500000 voyez ce que je veux dire [...] »

Q – Il faut savoir qui est vraiment important quoi

C2 : « Oui voilà est-ce qu'on fait déplacer le CFO ou le président ou non voilà parce qu'en fait comment vous expliquer les brokers eux son objectif c'est que l'investisseur c'est-à-dire son client passe des titres et fasse du courtage voyez ce que je veux dire alors que l'émetteur lui son objectif c'est trouver des investisseurs que j'appelle des long term shareholders donc son objectif c'est pas qu'il y ait un investisseur qui rentre et puis qui sort au bout d'une semaine »

Q – Et puis c'est de rationaliser sa communication quand même

C2 : « Voilà c'est ça et c'est pour ça que c'est important de savoir quel est le style d'investissement comment il gère quels sont un petit peu quelles sont les questions qu'il risque de poser quel est pour lui les points clés dans la stratégie enfin voilà bon tout ça c'est aussi l'objectif... pourquoi les sociétés font ce type d'étude. [...] On fait aussi des études de perception, [...] l'objectif est de se préparer avec l'investor relation une série de questions, admettons, on va dire, 8-10 questions, sur quoi ? Sur la stratégie d'entreprise, sur comment communique l'entreprise, par exemple si dans les roadshows les investisseurs sont contents, après on va cibler je sais pas 20-25 gérants ou analystes et puis on va faire des interviews, on va les contacter, après on va faire un rapport avec les points forts les points faibles. »

Q – Quand vous travaillez pour les groupes cotés qu'est-ce qu'ils attendent de vous, sur quoi êtes-vous jugés ?

C3 : « Ben [...] quand on travaille sur leur perception c'est mesurer leur perception leur faire un compte-rendu de la façon dont ils sont perçus par les marchés et un plan d'action [...]. Par la connaissance des critères de décision chez l'investisseur quand il s'agit de faire une étude de perception pour un fonds d'une société c'est-à-dire je ne sais pas moi, prenons un cas que nous n'avons pas fait, Colony entrant au capital de Carrefour a sûrement commandité une étude de perception de Carrefour par le marché, donc dans ce cas-là il s'agit pour un fonds d'aller analyser la perception d'une société cotée [...]. »

Q – Mais alors au départ vous... là vous m'avez dit que vous travaillez maintenant aussi pour les fonds mais c'est arrivé récemment ou c'était déjà...

Q – « C'était le cas mais c'est toujours exceptionnel c'est-à-dire que la plupart du temps on travaille pour des sociétés. »

Du côté des analystes, A-T3 confirme le phénomène de la relation entre sociétés cotées et investisseurs « court-circuitant » les analystes, et A-T2 le décrit plus précisément, notamment en remarquant que les sociétés, via ces liens directs, cherchent à comprendre ce que nous pouvons appeler le mode de qualification de l'information chez les investisseurs : à quel type d'information prêtent-ils attention, comment l'interprètent-ils. Il s'agit aussi de toucher directement les décideurs qui « sont » le marché.

Q – « Vous parliez de l'accès aux dirigeants mais parfois on se demande est-ce qu'ils sont pas tentés de passer par-dessus votre tête afin de... »

A-T3 : « Ah complètement bien sûr »

Q – Il y a aussi ça

A-T3 : « [...] Les sociétés bien organisées les émetteurs organisent des demi-journées voire des journées entières pour les grands investisseurs pour leur présenter des patrons de division etc. »

Q – D'accord. Donc en fait les roadshows c'est vous qui organisez, la société de courtage, mais ce n'est qu'une partie de la relation...

A-T3 : « Oui tout à fait ils ont un accès direct. Vous savez quelqu'un chez Fidelity qui appelle RI-T chez Tegumen pour dire « Je suis à Paris la semaine prochaine, est-ce que je pourrais voir le directeur financier ? » le trouve assez rapidement. Alors au lieu de passer

leur temps à voyager ils s'appuient sur des courtiers aussi c'est-à-dire que nous on leur organise aussi des voyages comme ça. »

A-T2 : « Y'a tout le travail sur le ben c'est ce qu'ils font aussi en allant rencontrer directement les investisseurs, hein, ils sentent le marché en se disant tiens, là, y'a un sujet qui est en train d'émerger j'en sais rien la solvabilité, rentabilité des produits, nouveaux produits, machin, tout ça, et que donc du coup c'est un sujet pour le marché, et que donc du coup prochaine communication financière sur des semestriels sur le point annuel des trucs comme ça il faudra qu'on mette l'accent sur ce sujet-là donc ça les aide quand même à je dirais orienter leur communication financière notamment sur des sujets... adresser des sujets de marché [...] »

Q – [...] Est-ce qu'il y a un développement des relations directes entre les gérants et les sociétés ?

A-T2 : « Bien sûr bien sûr c'est-à-dire qu'aujourd'hui, ben d'ailleurs c'est un élément qui a aussi beaucoup changé hein, c'est-à-dire qu'aujourd'hui les boîtes vont beaucoup plus voir les investisseurs rencontrés en roadshows. »

Q – Oui, directement

A-T2 : « Directement, et que les boîtes parlent beaucoup plus parce qu'elles savent qu'en face d'eux elles ont quelqu'un qui directement va pouvoir enfin est décisionnaire finalement est le décisionnaire final et que le message sera pas édulcoré, sera pas retranscrit, sera pas je dirais reformulé, déformé par l'analyste, et que donc du coup il va y avoir la possibilité de délivrer un message direct à quelqu'un qui est décisionnaire sur une décision d'investissement, et que donc généralement ben les managers se livrent beaucoup plus, et que là aujourd'hui c'est un problème c'est-à-dire que depuis 2-3 ans on a vraiment le sentiment que les boîtes en racontent beaucoup plus aux gérants que quand on les a au téléphone ; quand on les a au téléphone on retombe immédiatement dans le discours qui est plus normatif euh quand on est en généralement aussi c'est des managers c'est-à-dire que nous, nos interlocuteurs privilégiés ça reste quand même les investor relations, on peut avoir des contacts avec les managers mais ça reste quand même les investor relations ; généralement quand ils se déplacent pour voir les clients les investor relations il y a aussi du management avec hein et que donc du coup l'insight qu'il peut avoir sur la manière dont se forme le business ce type d'infos qui peuvent faire que la décision se crée dans un sens ou dans un autre ben eux l'ont alors que nous on l'a pas forcément... »

A-L3 confirme le constat, tout en l'accompagnant d'une analyse sur l'origine et les limites du phénomène : il le fait remonter à l'émergence de la problématique du conflit d'intérêts (les analystes seraient trop complaisants envers les sociétés qu'ils suivent), mais note aussi que l'établissement de la relation directe concerne surtout les gérants les plus importants et que ce n'est pas forcément à leur avantage, dans la mesure où ils manquent alors de recul face au message que fait passer la société, les analystes pouvant de leur côté mettre en avant une connaissance approfondie du secteur qu'ils suivent. Rappelons à ce sujet que les analystes sell-side suivent en général moins de valeurs que les buy-side et les gérants, qui, hors du cas particulier des fonds sectoriels, ne sont pas spécialisés sur un secteur.

Q – J'ai interviewé des relations investisseurs, ils vont aussi voir des gérants en direct.

A-L3 : *« Ils vont les voir... Alors tout ça ça provient de l'indépendance ou non de la recherche et de la confiance que va avoir le client final dans l'indépendance de l'analyste qui lui parle. C'est clair que ce qui s'est passé aux Etats-Unis il y a quelque temps sur Enron par exemple où les analystes étaient complètement sous influence d'une société discréditée énormément l'indépendance de la recherche et la qualité de la recherche ; il y a des grandes maisons qui disent que les grands brokers globaux comme nous qui faisons à la fois de l'exécution, de l'analyse, de la cotation en Bourse des options des machins etc. sont sous influence enfin sont jamais complètement libres dans la formation de leur opinion. Pour lutter contre cette vue-là UBS a mis en place pas mal de mesures qui garantissent entre guillemets l'indépendance de l'analyste dans la formation des ses vues, et à chaque fois qu'on écrit quelque chose il faut dire oui oui c'est bien mes vues à moi, je n'ai pas écrit sous influence. Donc disons que effectivement les IR peuvent parler directement à une société, c'est généralement le cas lorsque la société en face de gestion est quand même un actionnaire très important de la société, maintenant tout le monde n'a pas le pouvoir de prendre 4 ou 5% de Lafarge pour pouvoir parler directement à l'IR ou au directeur financier etc. Il y a quand même pas mal de plus petites gestions qui peuvent pas rêver d'avoir un tel pourcentage de la société donc ces petites gestions-là, par contre, elles passent toujours par nous pour avoir une idée. Même les grandes gestions type Templeton et compagnie se rendent compte que de toute manière parler directement à la société c'est bien parce qu'on peut avoir effectivement, y'a pas de filtre sur ce que dit la société, [...] maintenant le problème de la société c'est que justement il y a eu des Enron dans le passé il continue à y en avoir enfin probablement qu'il y*

en a un petit peu à l'heure actuelle et que donc le client peut aussi être sous influence de la société à qui il pose toutes ces questions, donc mettre quelqu'un au milieu en disant oui mais alors attends parce que ce que dit Lafarge par exemple c'est très bien mais enfin le compétiteur principal de Lafarge sur ce marché qui est Cemex ou Holcim dit l'inverse complet, il y a anguille sous roche, ça permet justement de nuancer la vue que va avoir la société. Donc je pense que effectivement il y a une tendance à nous court-circuiter [...] mais lorsqu'on a une certaine confiance avec le client qui sait qu'on fait bien notre travail c'est toujours très intéressant pour lui de nous parler. »

On peut remarquer à ce stade à nouveau les conséquences de l'inexistence « par construction » de l'investisseur (et donc de l'absence d'interrogation sur lui) dans la recherche qui est faite d'un point de vue d'investisseur : la recherche qui a repris à son compte la problématique du conflit d'intérêt des analystes néglige le fait que, si l'investisseur peut ne pas écouter les analystes, il reste qu'il est toujours obligé de qualifier d'une façon ou d'une autre l'information donnée par les sociétés. Le fait que nous avons pu constater est que, lorsque la relation investisseurs – sociétés cotées n'est pas instrumentée par les analystes sell-side, elle l'est, de fait, par d'autres intervenants : des consultants qui sont, eux payés par les sociétés cotées. On aboutit ainsi au remplacement d'intermédiaires soupçonnés d'être complaisants envers les sociétés cotées en vertu d'une construction théorique qui, comme en témoignent les développements précédents, n'est pas forcément confirmée dans la réalité, par des intermédiaires qui sont « par construction » portés à la complaisance envers les sociétés cotées puisque ces dernières sont quasiment leurs seuls clients.

Le croisement des témoignages sur les roadshows est assez révélateur des modes de relation entre relations investisseurs, gérants et analystes sell-side. Les points de vue déjà exposés de C2 et de RI-L se recourent très bien : l'enjeu, pour eux, est de « pas se faire balader par le broker » dans le sens où il s'agit de rencontrer les investisseurs qui comptent vraiment en termes d'influence sur l'évolution du cours, voire d'implication dans la stratégie du groupe, ces investisseurs n'étant pas forcément les mêmes que ceux que privilégie le broker et qui sont logiquement ceux qui lui rapportent le plus en courtage. Nous sommes là dans un modèle où la conception du roadshow comme étant au service des relations investisseurs, simple outil de communication financière des sociétés cotées, entre en conflit

avec une conception plus traditionnelle du même type d'événement : celle qui le présente comme un élément de la démarche commerciale des brokers.

Le point commun dans les témoignages qui suivent est la caractérisation du roadshow comme étant matériellement organisé par le broker et payé par la société cotée ; mais la question de savoir qui prend réellement l'initiative et qui maîtrise ce qui s'y passe fait l'objet de présentations divergentes.

Nous trouvons une présentation purement factuelle par A-L2, A-L3 et A-T1. Pour A-L2 les sociétés sont à l'initiative des roadshows, qui sont organisés par les brokers, pour A-T1 c'est le broker qui organise, et cela est replacé dans une démarche commerciale d'ensemble visant à fidéliser les clients, pour A-L3 le broker organise et « emmène le management » aux clients, donc choisit les interlocuteurs mais pas le message, et cela fait aussi partie des prestations offertes aux clients. A-T2 note, toujours dans la même perspective de « satisfaction des clients », que le broker doit se tenir prêt à les aider à poser les bonnes questions au management « emmené en clientèle ». Ces témoignages s'inscrivent dans le cadre du roadshow considéré comme « événement commercial de broker » dans lequel ces derniers, sans maîtriser le message, maîtrisent le choix des interlocuteurs : les sociétés cotées sont « présentées » aux clients en la personne du directeur financier ou du responsable relations investisseurs.

Le témoignage d'A-M2, par contraste, décrit plutôt le roadshow comme un « outil de communication financière de groupe coté » dans lequel la société met le broker à son service pour lui faire rencontrer les investisseurs qu'il souhaite rencontrer et à qui il souhaite délivrer un message bien défini à l'avance. Notant que, dans le cas de Mega, le rôle du broker est réduit à celui d' « agence de voyages », organisateur matériel de la rencontre, ce témoignage est parfaitement corroboré par celui de RI-M qui décrit bien les roadshows comme étant totalement sous son contrôle.

A-L2 : « *Il y a des roadshows donc ça c'est avec les sociétés* »

Q – C'est organisé par vous ou par les sociétés ?

A-L2 : « *Oui par nous c'est les sociétés qui nous demandent d'organiser un roadshow* »

Q – Et ça c'est vous, c'est la société de courtage qui organise les roadshows ?

A-T1 : « Oui. C'est-à-dire qu'en fait le job de la société de courtage et de l'analyste derrière c'est de fidéliser au maximum ses clients. Donc fidéliser au maximum ben c'est de lui apporter un service qui va lui faciliter son travail donc à partir de là il a besoin de quoi ? Il a besoin d'investir donc c'est quoi ? Il faut lui amener les investisseurs¹⁰⁸ il faut lui amener les conseils des analystes il faut lui amener tout élément de nature à faciliter son approche d'investissement donc nos recommandations nos études, même parfois on leur fait venir des concurrents des sociétés non cotées pour leur parler donc c'est vraiment un point très important, un point central. »

A-L3 : « Les roadshows ça peut être soit trimestriel soit lié à un deal là c'est tout simplement on emmène le management mais on ne maîtrise pas du tout leur message, on va les emmener voir les clients en disant voilà, ceux-là nous intéressent écoutez ce qu'ils racontent mais nous on n'intervient pas là-dedans. Alors que dans une conférence c'est nous qui présentons les grandes tendances et nous posons les questions aux sociétés, alors c'est la société dans les roadshows qui paie les déplacements les machins etc. etc. dans les conférences c'est le broker qui paie. »

A-T2 : « Au cours des roadshows donc il y a des managements qui viennent rencontrer donc les clients directement et que là pareil hein y'a un problème soit de manque de connaissance soit de manque de temps donc du coup généralement on passe un petit coup de fil au broker pour dire est-ce que vous pouvez préparer un petit questionnaire voilà. »

Q – Et là les roadshows en fait c'est organisé par qui en fait c'est organisé par les sociétés de courtage ou c'est organisé par les émetteurs ou ça dépend des cas enfin c'est...

A-M2 : « [...] C'est quelque chose qui est physiquement pratiquement organisé par le broker mais en fait qui est alloué par, c'est un temps de management vers une destination, qui est alloué par la société. Donc vous avez le droit d'aller passer une journée à Milan avec le directeur financier tel jour telle heure alors suivant les sociétés il y a des formats elles veulent voir tel type de boîte pas tel de type de boîte enfin bon... Mais ça relève, avec des sociétés comme Mega ça relève de l'agence de voyages, hein, pour ce qui nous concerne parce que ils nous disent exactement qui ils veulent voir qu'est-ce qu'il faut faire et ainsi de suite, ce qui est pas le cas sur des sociétés plus petites où c'est plus intéressant souvent. »

¹⁰⁸ Il semble qu'il s'agisse ici d'un lapsus et que A-T1 voulait dire « les émetteurs », sinon il s'agirait

RI-M : « *Les roadshows sont fondamentalement à part. Pourquoi ? Parce que c'est l'unique occasion où c'est la société qui sollicite ses actionnaires ou tout type d'investisseur d'ailleurs qu'il soit actionnaire ou pas avec l'espérance qu'il le devienne, donc c'est bien la société qui va solliciter un contact. Mais je dirais tout le reste du temps on est plutôt dans un système où nous sommes sollicités.* »

Ce développement sur les roadshows permet de comprendre l'importance que revêt la caractérisation des modes de relation entre acteurs, notamment pour identifier qui, dans la relation, est, relativement, en position de force. Un même mode de relation, décrit en tout cas par le même mot (roadshow), peut recouvrir des réalités assez différentes selon l'acteur qui se trouve en position de force dans la relation.

Les relations entre sociétés cotées et investisseurs apparaissent ici sous un jour un peu différent du tableau qui avait été dressé par Mottis & Zarlowski (2003). Alors que ces derniers décrivaient le développement d'une fonction relation investisseurs tournée prioritairement vers les analystes, les éléments que nous avons recueilli paraissent témoigner d'une évolution ultérieure marquée par la mise en cause des analystes sell-side et caractérisée par une démarche des sociétés cotées visant à « rationaliser » l'activité des équipes relations investisseurs qui avait monté en puissance depuis le milieu des années 90, accompagnant la mise en place en France d'un capitalisme tour à tour qualifié d'« actionnarial » ou de « financiarisé », suivant un processus décrit par exemple par Batsch (2002).

En même temps, des deux parties, ce sont toujours, structurellement, les sociétés cotées qui sont demandeuses et les gérants qui sont en position de force. Le meilleur indice en est le statut des équipes relations investisseurs : celles-ci, mises en place et structurées dans les années 90, semblent certes êtres passées par une phase de « rationalisation », mais cela ne remet pas en cause la continuité de l'effort fourni pour intéresser les investisseurs, effort qui ne semble pas trouver de véritable contrepartie du côté de ces derniers.

La relation client des analystes est remise en cause dans son versant « corporate access », donc en ce qu'elle assure aux sociétés de gestion l'accès aux directions des sociétés cotées, par le développement de relations directes entre ces sociétés et les gérants, relations

dans lesquelles interviennent d'autres acteurs : des consultants spécialisés dans le conseil aux relations investisseurs. En même temps cette relation client est, nous l'avons vu précédemment, le véritable cœur du métier des analystes puisque le mode dominant d'évaluation et de contrôle de leur activité est la notation non publique par les clients. Nous allons maintenant revenir sur cette relation sur la base de ce qu'en disent les analystes interviewés, au-delà des questions d'évaluation et de contrôle, pour essayer de la caractériser plus précisément.

4. La relation analystes - investisseurs

La relation client des analystes sell-side se décline entre relations avec les vendeurs (« clients internes » puisque ce sont aussi des salariés de la structure de courtage) à qui ils doivent « vendre » leurs idées, en particulier lors des morning meetings, et relations avec les analystes buy-side salariés des gérants. Les relations directes avec les gérants sont plus rares, étant plutôt traditionnellement l'apanage des vendeurs. Elles ont connu toutefois un certain développement dans la période qui nous occupe, marquée aussi par l'importance croissante des hedge funds qui, eux, se passent en général d'analyste buy-side, rejoignant là la pratique des petites structures de gestion indépendantes. Le fait est, en tout cas, que la relation analystes – investisseurs est le plus souvent indirecte, étant entendu que nous utilisons toujours le terme « investisseur » dans le sens « acteur qui prend les décisions effectives d'achat ou de vente de titres ».

Par ailleurs il faut rappeler que cette relation client, en tout cas dans la période étudiée, n'est pas formellement une relation commerciale : les analystes sell-side ne vendent pas leur service, celui-ci est offert par le broker à ses clients pour compléter le service de passation d'ordres qui, lui, est facturé¹⁰⁹. Cela dit, et c'est tout à fait clair pour les analystes interviewés, cette relation client non commerciale vient en appui d'une relation commerciale. Comme dans le marketing ou la publicité, il ne s'agit pas directement de vendre un produit mais l'enjeu crucial consiste bien à retenir l'attention du client pour l'orienter vers l'acte d'achat (en l'occurrence, de passation d'ordre d'achat ou de vente).

¹⁰⁹ Cette situation est en train de changer avec la mise en place de la commission à facturation partagée.

Cette nécessité de retenir l'attention ressort à plusieurs reprises dans nos entretiens, par exemple lorsqu'il est question du statut des notes et rapports que produisent les analystes. Cette production, nous l'avons bien vu dans l'échantillon recueilli chez Thomson Financial, est principalement rythmée par les publications de résultats et de chiffres d'affaires ainsi que par les quelques opérations importantes de changement de périmètre (deals de fusion-acquisition...). Or il peut y avoir contradiction entre cette rédaction obligatoire de notes à intervalles réguliers et parfaitement prévisibles, ce que les analystes appellent la « maintenance », et le souci d'intéresser les clients. Intéresser, capter l'attention, c'est convaincre qu'il se passe quelque chose, qu'on n'est pas dans la routine, qu'il y a du nouveau, de l'inattendu ; cela suppose bien souvent de scénariser en quelque sorte une information, de montrer qu'elle fait sens dans une « histoire », dans un récit. C'est prouver au client qu'une information est digne d'être sélectionnée et interprétée, d'être qualifiée, en somme.

A-T2 remarque que, dans le discours qu'il tient aux vendeurs, il doit donner « quelque chose de tranché » mais aussi qu'il en va un peu de même pour les gérants, qui ont besoin d'« une histoire plus que la technicité ». Il place surtout l'accent mis sur la « génération d'idées » pour « faire évoluer les positions » parmi les tendances lourdes de l'évolution du métier d'analyste, rejoint en cela par A-M1. A-L2 note qu'il a des clients qui ne veulent pas de la maintenance et qui n'acceptent d'être contactés que « lorsqu'il se passe quelque chose ». A-T3 et A-T1 remarquent qu'une note doit être relayée ou « marketée » pour ne pas passer inaperçue. A-T3 résume la situation en disant qu'« on est là pour animer un peu la vie des sociétés, raconter des histoires boursières... »

Q – Les attentes des clients auxquels vous avez affaire comment on peut les caractériser ? Est-ce qu'il y a aussi je dirais différents types d'attentes en fonction des différents types de clients de...

A-T2 : « Ben je dirais qu'en interne, généralement, les vendeurs, ils sont pas sectorisés, donc eux c'est un échantillon de valeurs, c'est un échantillon de 500 ou 600 valeurs. Eux, leur but, c'est quand même leur P&L c'est la génération de commissions hein, de trades, donc c'est un message qui est forcément très simplifié, qui doit être très direct, et sur lequel finalement, quitte à forcer le trait, il faut pas émettre trop de doutes. Donc c'est soit c'est blanc soit c'est noir, et puis en fonction de ça, eux, ils ont compris qu'il fallait qu'ils passent un message positif ou négatif. Les buy-side c'est pas tellement ça qu'ils cherchent

finalement, ce qu'ils cherchent à comprendre, enfin là où on peut les aider c'est que eux ils ont euh ils ont parfois pas uniquement le secteur de l'assurance ils ont le secteur des financières parfois ils peuvent avoir les financières et d'autres secteurs... »

Q – C'est un peu plus large quoi...

A-T2 : *« Donc c'est beaucoup plus large en étant moins large que les vendeurs et que donc du coup ils ont pas la possibilité de tenir des modèles à jour, [...] donc du coup nous l'input qu'on peut leur apporter c'est euh notamment ben les modèles qu'on tient à jour [...] et puis c'est les updaters sur des tendances sectorielles et puis sur les histoires particulières des boîtes. Bon euh après y'a les gérants qui sont généralement généralistes et là aussi pareil on est je dirais pas très loin du vendeur, c'est-à-dire que même si la vision est, enfin, disons que la présentation est plus approfondie parce que bon derrière ils sont en risque en termes de position et en termes de performance mais effectivement, là aussi, il faut que le discours soit moins technique et que ça soit plus une histoire plutôt que la technicité [...] »*

Q – Qu'est-ce que vous voyez comme évolution du métier d'analyste depuis que vous le faites ?

A-T2 : *« Alors le métier a considérablement changé il a considérablement changé parce qu'en fait c'est maintenant je dirais que c'est beaucoup moins d'analyse, beaucoup plus de commercial. C'est beaucoup plus axé sur la génération d'idées et de recommandations boursières que finalement sur l'approche technique d'un secteur. »*

Q – La génération d'idées ponctuelles pour accrocher l'attention

A-T2 : *« Voilà voilà et pour susciter finalement le mouvement... parce qu'on en revient toujours aux mêmes choses, ce qui fait vivre les brokers c'est la commission et que donc du coup il faut avoir un discours vendeur vis-à-vis des investisseurs, tranché, de manière à pouvoir effectivement faire éventuellement évoluer les positions voilà. »*

A-M1 : *« Les marchés tournent plus vite, il y a une accélération. Il y a 5 ou 10 ans on était plus « value », plus long terme maintenant on en est beaucoup plus à trouver des histoires de court terme parce que tout le monde dit qu'il investit pour le long terme mais... »*

Q – Qu'est-ce que voulez vous dire par « trouver des histoires » ?

A-M1 : *« Si vous voulez les histoires dans la mesure où... »*

Q – Quelque chose qui est vendeur ?

A-M1 : *« Oui, exactement. Le marché bouge s'il y a des histoires à raconter. Une valeur qui dit toujours la même chose eh bien c'est pas intéressant je veux dire c'est pas*

intéressant ça peut être une très bonne valeur si vous voulez mais c'est un peu « boring », voilà. »

A-L2 : *« Vous avez des clients [...] qui veulent pas recevoir la recherche que vous publiez pour commenter un résultat trimestriel ils veulent appelez-moi juste quand vous changez de recommandation, quand vous avez une nouvelle idée forte, quand il se passe quelque chose d'intéressant mais le, comment dire, la maintenance, ça les intéresse pas. »*

Q – Et donc vous la diffusez [la note]¹¹⁰ à qui est-ce que c'est directement à des gérants est-ce que c'est aux buy-side aux vendeurs ?

A-T3 : *« On la diffuse, on diffuse beaucoup par écrit malgré tout [...]. Il y a des périodes où sur des titres très couverts au moment des publications de résultats on fait beaucoup de maintenance donc les gens font pas forcément attention ; notre... on a le premier niveau qui est commenter à chaud par écrit et c'est envoyé de manière indifférenciée à un peu plus de 500 personnes tous les matins pour la partie sectorielle et puis après en général c'est envoyé à toute la base de clientèle, et si on veut vraiment pointer du doigt quelque chose d'un peu spécial on prend son téléphone et on laisse un message. »*

Q – Là c'est dans le cas où vous voulez faire passer une interprétation particulière ou une analyse particulière ?

A-T3 : *« Exactement. »*

A-T1 : *« Vous avez pas du tout le même service pour un long only que pour un hedge fund event driven euh vous avez pas le même service pour un spécialisé que pour un long only global monde enfin c'est totalement différent ça après c'est une segmentation interne que vous faites par profil de client et là qui est totalement différente. »*

Q – D'accord parce qu'effectivement comme il y a des attentes différentes néanmoins vous communiquez enfin il y a des éléments homogènes par exemple les notes que vous faites c'est les mêmes pour tout le monde mais après la différenciation elle se fait plus sur les autres éléments de service sur les relations directes que vous avez etc. quoi

A-T1 : *« Voilà, bien sûr. Il faut savoir que les notes qu'on fait c'est juste des supports, c'est vraiment que des supports. Une note non marketée c'est une note qui ne sert à rien. Donc à partir de là dans une note, quand j'écris une note, je pense au buy-side spécialisé, je*

¹¹⁰ La réponse précédente parlait des notes (rapports) d'analystes.

pense au buy-side généraliste, je pense au gérant spécialisé, je pense au gérant généraliste, c'est un fourre-tout. Maintenant au spécialiste eh bien il y aura qu'une partie du papier sur laquelle on va rester et sur le généraliste on va regarder peut-être que la synthèse générale donc c'est un document fourre-tout... Par contre marketé ça change tout vous passez de 1 à 5 parce que c'est là où vous mettez l'accent sur les choses importantes c'est là où vous mettez ça en perspective c'est là où vous jouez l'événement etc. »

A-T3 : « Dans la formation des opinions les gérants savent bien que c'est à eux de se faire leur propre opinion donc nous il faut pas oublier [...] qu'on est là pour animer un peu la vie des sociétés, raconter des histoires boursières... »

La nécessité de retenir l'attention du client, d'être réactif, la capacité à « marketer » une information particulière est encore plus marquée auprès du type de client qui monte en puissance dans la période que nous étudions : les hedge funds. Même si l'appellation recouvre un ensemble très hétéroclite de fonds d'investissement, il n'en demeure pas moins que, dans l'ensemble, les analystes interviewés les identifient bien comme une catégorie de clients qui se distingue des gestions de type « traditionnel », notamment par une approche plus à court terme qui fait qu'ils font plus « tourner » leur portefeuille, ce qui est, logiquement, dans l'intérêt des brokers. Le point est évoqué par A-L1, A-L3, et A-M2.

A-L1 : « Le type de clients d'Exane, ce sont tous des investisseurs institutionnels, pas de particuliers, et parmi ces investisseurs institutionnels il y a différentes catégories, les deux principales étant ce qu'on appelle les gestions traditionnelles c'est-à-dire assurances, banques [...] ou des fonds de retraite, les fonds de pension américains, et ça je dirais que ça fait une grande moitié de notre clientèle, l'autre moitié, plus petite, étant les hedge funds, donc des fonds avec un mode de gestion, bon, que vous connaissez, qui est un petit peu différent, plus réactif qui peut aller à l'achat comme à la vente. »

A-L3 : « En tant qu'analystes on parle principalement aux buy-side dans ces maisons qu'on appelle long-only, donc qui prennent des positions longues et qui les tiennent pendant un certain temps. On compte là-dedans une maison traditionnelle comme Axa, les assureurs ou tout simplement les fonds de pension, et puis ensuite on a un nouveau type de client qui émerge, qui est le hedge fund, qui est un client beaucoup plus agressif, qui tourne beaucoup

plus rapidement, qui à la limite s'en fiche de la vue à 12 mois, puisque lorsqu'on fait une recommandation c'est censé être sur 12 mois, il va juste demander mais sur 12 mois tu es positif mais en termes d'inflexion sur le trimestre est-ce que tu penses qu'il peut y avoir une déception ? etc. etc. Donc là c'est un travail plus de... enfin comment dire avec un long-only la tendance c'est de dire bon ben voilà la croissance des dividendes, la croissance des résultats par action va être très bonne, la société va avoir un bon, plusieurs trimestres d'affilée qui seront bons, les grandes tendances c'est ça. Sur un hedge fund ça va être oui mais alors on a été peut-être un peu trop vite en termes de rerating sur le mois dernier donc on va probablement sortir de celle-là aller sur cette valeur-là qui est moins chère etc. On va également adopter des stratégies de long-short en mettant long une société et short une autre société, chose qui n'existe pas vraiment avec les long-only par définition ou avec les clients plus traditionnels. »

A-M2 : « Le hedge fund en général va vous demander un dossier et va le creuser à fond, à partir de là ça veut dire qu'il y a 90% des trucs que vous allez lui raconter qui l'intéressent pas et il y a 10% où il va y passer une heure avec vous. »

Q – D'accord

A-M2 : « Alors que le traditionnel, le classique, il est censé tout regarder, le hedge ne regardera réellement que ce qui rentre dans son critère. »

L'idée que l'on peut retirer de l'examen de la relation analystes-investisseurs est au fond assez proche d'un point de vue déjà avancé par Beunza & Garud (2007) : les investisseurs ne s'intéressent pas prioritairement aux recommandations et prévisions qui, ajouterons-nous, sont surtout des éléments qui alimentent cet acteur singulier qu'est le consensus ; les analystes tout comme les investisseurs semblent attacher plus d'importance à la production d'idées, d'« histoires », de récits, de tout ce qui peut apporter un élément nouveau dans le déroulement de l'« histoire boursière » du titre. Il s'agit bien d'animer le marché pour in fine amener plus de transactions et contribuer ainsi à créer de la liquidité. En même temps il est clair qu'en termes de rapports de force la balance penche du côté des gérants dans la relation : alors que cette dernière est vitale pour les analystes, elle ne l'est pas vraiment pour les gérants, qui disposent aussi d'autres sources d'information, sont très sollicités et peuvent, au gré de leur stratégie, accorder le cas échéant moins d'importance aux analystes.

Les atouts dont disposent néanmoins ces derniers sont de trois ordres :

-l'un deux, mentionné dans les entretiens, est le fait qu'ils sont spécialisés sur un secteur ou un sous-secteur et donc sur un nombre limité de valeurs, ce qui n'est pas le cas des gérants et leur permet d'amener un angle et une expertise spécifiques.

-un second est tout simplement leur légitimité professionnelle : même si elle a été sérieusement atteinte dans le contexte de l'éclatement de la bulle Internet, il reste que, et on le voit dans les médias financiers, aucune autre catégorie d'acteurs ne s'est imposée pour produire un flux d'information légitime sur la valorisation des actifs financiers. Comme le fait remarquer Fisch (2006), la critique des analystes peut se heurter à la question de savoir par qui les remplacer pour assurer cette fonction.

-enfin un dernier point nous paraît tenir à la possible inscription des analystes dans le mode d'interdépendance entre investisseurs stricto sensu via la transmission, précisément, d'idées sur « ce que le marché pense ». Ce point n'est pas documenté dans notre terrain et ne peut guère l'être sur la base de l'information publique produite par les analystes, mais il apparaît dans la thèse de Chambost (2008) où les échanges en privé entre analystes et investisseurs paraissent aussi relever de ce registre : le marché, au sens strict, ce sont des investisseurs interdépendants, et cette interdépendance implique un intérêt à essayer de connaître les points de vue et idées susceptibles de servir de cadre aux décisions des autres, c'est-à-dire du marché (on peut dire d'une certaine façon que du point de vue de chaque investisseur donné le marché ce sont les autres investisseurs). Or, alors que les gérants entre eux, parce qu'ils sont en concurrence, ne sont pas structurellement pas portés à échanger ce type d'information, les analystes, parce qu'ils sont naturellement en contact avec différents gérants, ont la possibilité de les transmettre au moins sous la forme d'une appréciation sur « le point de vue du marché ».

Tout cela ne remet pas en cause la centralité des gérants, qui sont bien le centre d'intérêt et le nœud de la configuration. Nous allons maintenant tenter d'en donner une vue d'ensemble, en intégrant le rôle d'autres acteurs et donc en passant d'un triangle à une figure un peu plus complexe.

5. Présentation de la configuration

Dans le triangle investisseurs – analystes – sociétés cotées, le côté dominant est maintenant clairement identifiable : l'objet d'attention privilégié, pour les analystes comme pour les sociétés cotées, ce sont les gérants. Rien de très étonnant à cela, puisque ces derniers « sont » le marché et déterminent en pratique l'évolution du cours. Simplement, nous avons constaté, en examinant successivement les trois côtés du triangle que, si les relations entre analystes et sociétés cotées sont généralement directes, les sociétés étant, dans cette fonction, représentées par un responsable relations investisseurs, il n'en va pas de même en ce qui concerne les deux autres types de relations, avec l'intervention de consultants dans la relation sociétés cotées – investisseurs, des vendeurs et des analystes buy-side dans la relation analystes – investisseurs. Ces acteurs jouant un rôle d'intermédiation doivent donc être introduits dans la représentation de la configuration si l'on souhaite avoir de celle-ci une vue plus complète et plus réaliste.

On pourra ainsi représenter le fait que la dépendance des analystes sell-side envers les gérants, si elle peut être directe, est plus souvent intermédiée par les vendeurs et/ou les analystes buy-side. En ce qui concerne les consultants travaillant pour les relations investisseurs, on peut considérer qu'ils sont principalement dépendants de leurs clients (surtout dans la mesure où ils n'avaient, au moment où nous en avons fait connaissance, guère cherché à diversifier leurs prestations et leurs cibles). La relation est toutefois équilibrée dans une certaine mesure du fait que, pour les équipes relations investisseurs, le recours à ce type de consultants, sans être toujours crucial¹¹¹, est néanmoins entré dans les mœurs, intégré dans les pratiques professionnelles. Nous considérerons donc qu'il y a interdépendance entre les deux types d'acteurs.

Par ailleurs les investisseurs dont il est question jusqu'ici sont uniquement des gérants, qui dans bon nombre de cas ne sont pas les investisseurs finaux. La distinction entre gérants et investisseurs finaux (i.e. par exemple les fonds de pension dans la mesure où ils délèguent la gestion de leurs fonds à des sociétés de gestion) a aussi son importance surtout si, comme l'ont montré les travaux de Sabine Montagne (2006), c'est cette distinction qui a produit l'émergence de professionnels de la gestion d'actifs en mesure d'imposer leurs normes d'investissement à des acteurs comme les fonds de pension ou d'autres investisseurs

¹¹¹ Dans le cas d'un grand groupe comme Mega, par exemple, le rôle de ces consultants est atténué du fait que bon nombre d'investisseurs le sollicitent ou lui apportent des informations spontanément.

institutionnels, ce « pilotage par l'aval » (des institutionnels par les gérants) confortant la centralité des gérants.

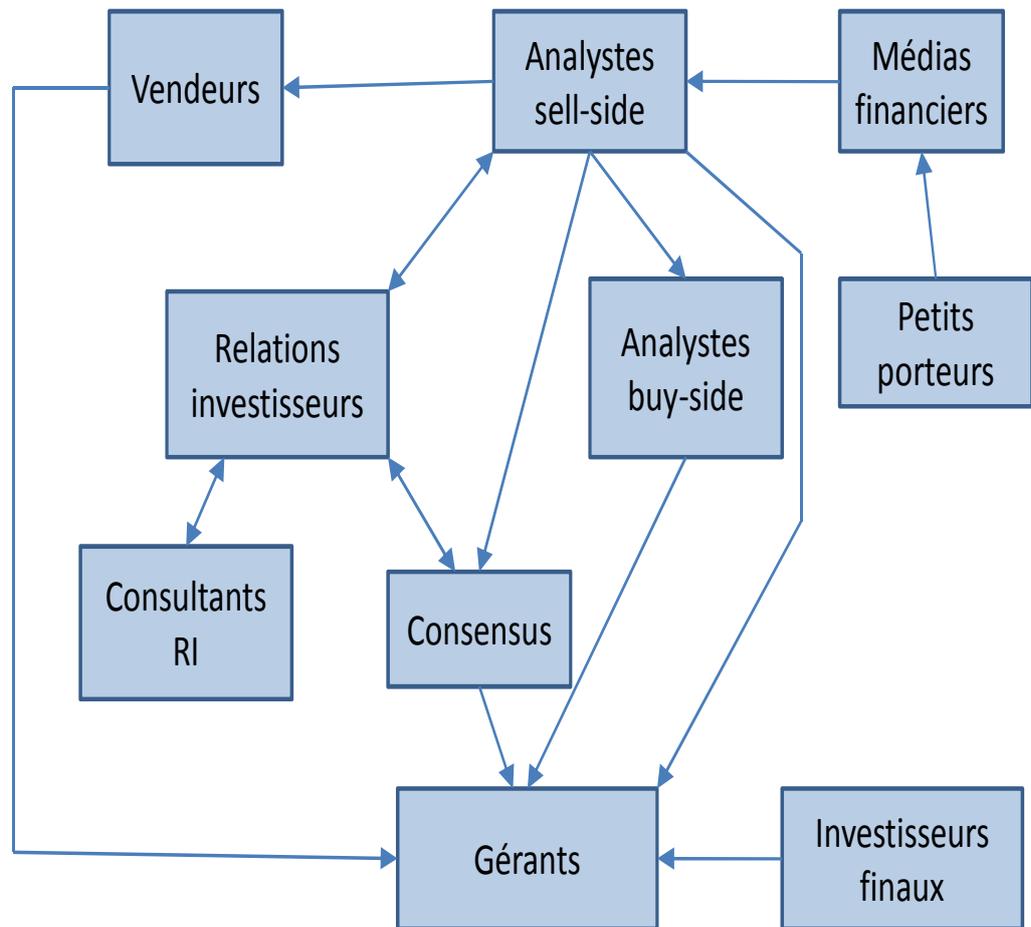
Ensuite ces derniers, investisseurs professionnels, constituent assurément l'essentiel du marché, mais on peut toutefois réintroduire dans le schéma les investisseurs non professionnels, en d'autres termes les petits porteurs qui ne délèguent pas leurs décisions d'investissement. Ces boursicoteurs ne sont en général pas destinataires de la recherche des analystes et doivent donc s'appuyer sur l'information effectivement publique : celle disponible dans les médias financiers et sur les sites d'information et d'analyse boursière. Cela nous conduit à faire figurer les investisseurs non professionnels dans la configuration, mais via la médiation des médias financiers, dont nous avons vu par ailleurs qu'ils jouent un rôle dans la légitimation des analystes et des consensus en tant qu'acteurs aptes à exprimer la valeur fondamentale des titres.

Les consensus, précisément, sont selon nous la dernière catégorie d'acteurs à prendre en compte pour aboutir à une représentation suffisamment réaliste. Personnifications du marché aux yeux des investisseurs, les consensus ont besoin de leur croyance pour être légitimés. Les investisseurs ont besoin des consensus parce que et dans la mesure où ils croient qu'il correspond à ce que le marché « pense » ou « attend ». La force d'un consensus dépend en fait uniquement de cette croyance des investisseurs. Le fait qu'il existe plusieurs producteurs de consensus concurrents peut contribuer à affaiblir cette croyance : cette dernière est en effet assez fragile dans la mesure précisément où il n'existe pas d'instance centralisée de production du consensus ni d'ailleurs de norme unifiée ou contrôlée puisque le nombre d'analystes pris en compte dans les différents consensus peut varier fortement et que leur identité n'est pas nécessairement connue. Dans ces conditions, la question de savoir ce qu'est le « vrai consensus », ce que le marché pense vraiment, peut faire l'objet de discussions, et les analystes peuvent disposer d'atouts dans ce cadre. Plus précisément ce sont les analystes qui ont le meilleur accès aux gérants, c'est-à-dire, peut-on supposer, ceux qui sont les plus légitimes à leurs yeux, légitimité que mesure assez bien le classement de l'Agefi, qui sont les plus à-mêmes de formuler une synthèse de ce que « le marché » pense.

Les consensus sont en même temps un objet d'attention important pour les responsables relations investisseurs, comme en témoigne assez clairement RI-M, pour qui la « gestion » du consensus constitue un des critères sur lesquels il est jugé. Cette « gestion »

apparaît assez complexe dans les mesures où les indications qui sont « distillées » doivent l'être à suffisamment d'analystes (et doivent paraître à ces derniers suffisamment crédibles) pour avoir un impact sur différentes moyennes, au moins sur la moyenne qui sera considérée par les investisseurs comme la plus représentative du marché.

Au total nous considèrerons plutôt que les consensus sont dépendants des investisseurs, puisqu'ils ne tiennent que par leur croyance, que les analystes sell-side sont, vis-à-vis des consensus, plutôt dépendants (ils doivent se justifier auprès des investisseurs s'ils s'en écartent, et n'ont aucune prise sur la façon dont ils sont construits et interprétés), et qu'enfin la relation entre relations investisseurs et consensus relève plutôt de l'interdépendance.



Une flèche entre deux catégories d'acteurs indique qu'il existe un mode de relation, et le sens de la flèche indique dans quel sens ce mode de relation est un rapport de force : le groupe d'acteurs vers lequel pointe la flèche est celui qui est en position de force. Dans les cas où le besoin est plutôt équilibré, nous avons représenté des flèches dans les deux sens.

On ne saurait trop souligner que cette représentation n'est qu'une esquisse, réalisée sur la base des éléments, assurément limités, auxquels nous avons pu accéder. S'il nous a paru néanmoins intéressant de la donner à voir, c'est parce qu'il nous semble qu'il s'agit là d'une première approche, de nature exploratoire, de ce qui doit être considéré comme donné pour comprendre l'évolution du cours, à partir du moment où, de fait, on ne considère pas cette évolution comme une donnée.

Conclusion

Pour conclure ce travail de recherche, nous allons résumer et spécifier ses apports avant de présenter les perspectives qu'il peut ouvrir.

Les résultats peuvent paraître, d'un certain point de vue, déconcertants : d'un côté, en nous concentrant sur quelques cas et sur une période limitée pour observer de façon suffisamment détaillée la relation entre estimation publique de la valeur fondamentale et évolution du cours des sociétés cotées, nous constatons que, si relation il y a, elle irait plutôt dans le sens d'une détermination des fondamentaux par les cours. Or cela va à l'encontre des définitions que l'on peut donner de la valeur fondamentale : que l'on conçoive celle-ci comme une grandeur objective ou, comme nous l'avons soutenu d'emblée, comme le produit d'un jugement, elle ne devrait pas être déterminée par la dynamique du marché. C'est plutôt cette dernière qui devrait s'ajuster à l'évolution des estimations publiques de la valeur fondamentale.

Confrontés à ce constat paradoxal, nous avons cherché des éléments d'explication en nous penchant plus précisément sur les caractéristiques du mode d'interdépendance dans lequel s'inscrivent les analystes financiers dont nous avons vu, sur la base d'une étude des médias financiers sur les cas et la période étudiés, qu'ils étaient les acteurs les plus légitimés pour exprimer la valeur fondamentale des titres. Ce qui nous est apparu en examinant cette configuration, c'est notamment que les analystes, via les modes d'évaluation et de contrôle auxquels ils sont soumis, sont tenus dans la dépendance des investisseurs, i.e. des acteurs qui « sont » le marché au sens strict.

Cela peut contribuer à expliquer un certain suivisme des analystes à leur égard, suivisme qui se traduirait par une évolution des estimations publiques de la valeur fondamentale déterminée par l'évolution des cours.

En ce qui concerne maintenant les leçons à tirer de cette situation, il ne fait pas de doute que la théorie financière conclurait sans appel à l'inutilité des analystes. Or, outre le fait que les analystes peuvent jouer et jouent effectivement des rôles différents de celui consistant à simplement anticiper les cours (si l'on considère que ces derniers sont indépendants des acteurs) ou influencer sur eux (si on a des mêmes cours une vision constructiviste), le point de vue d'investisseur qu'adopte généralement la théorie financière peut être contrebalancé par le point de vue d'investi, pour lequel les problèmes que posent les analystes et les questions à se poser à leur sujet sont bien différentes. Il s'agit alors de savoir comment l'estimation de la

valeur fondamentale, qu'elle soit ou non effectuée par les analystes, pourrait s'effectuer en fonction de critères stables et identifiables, ce qui supposerait qu'elle soit clairement indépendante de la dynamique du marché.

On perçoit ici à nouveau l'importance de cette question du point de vue depuis lequel on considère la relation entre ces deux formes de valorisation publique des actifs financiers que sont l'estimation publique de la valeur fondamentale d'une part, le cours d'autre part. Cette question, nous l'avons concrètement traduite par la caractérisation comme investisseurs et investis des acteurs que les marchés financiers mettent en relation, caractérisation largement déterminée par les modalités mêmes de cette mise en relation, de la même façon que les caractéristiques des hommes de cour étaient largement déterminées par la curialité, décrite par Elias comme un mode d'interdépendance contraignant les comportements de ces acteurs particuliers.

Nous pouvons remarquer à ce stade que, dans leur définition générale la plus classique, les marchés financiers sont présentés comme des modes de mise en relation d'offres et de demandes de financement, ce que l'on peut traduire en parlant d'acteurs, qui sont alors des offreurs de financement d'un côté, des demandeurs de financement de l'autre.

Cette polarisation correspond-elle à notre opposition « investisseurs – investis » ? Il ne nous semble pas.

Parler d'offreurs et de demandeurs de financement ou, dans le langage de la comptabilité nationale, d'agents dotés de capacités de financement et d'autres de besoins de financement, c'est présenter les marchés financiers comme apportant une contribution positive à l'économie sous la forme d'un mode de financement que l'on compare alors, tout aussi classiquement, au financement par le crédit bancaire. Les étudiants en sciences économiques apprennent ainsi à distinguer financement désintermédié (puisqu'assuré « directement » par le marché) et financement intermédié (par les banques). Cette façon de présenter les choses peut faire l'objet d'une première forme de critique qui peut aisément montrer que les marchés financiers réellement existants sont constitués d'intermédiaires (traders, vendeurs, analystes, gérants, consultants... sans compter les dispositifs techniques) et donc que, si financement il y a, il n'est nullement désintermédié mais « autrement intermédié » que le crédit bancaire. Mais une autre critique peut se fonder sur une caractérisation alternative des acteurs pensée à partir d'une autre fonction de ces marchés :

non pas le financement mais la valorisation. C'est en effet respectivement comme sujets et objets de la valorisation que nous avons qualifié respectivement investisseurs et investis.

L'apport pratique de cette caractérisation apparaît selon nous à plusieurs niveaux. Nous l'illustrerons dans deux domaines :

- la problématisation du travail des analystes financiers.

- la façon de tester et de concevoir l'efficience et plus largement de définir et délimiter ce qu'est la réalité à laquelle sont confrontées les hypothèses portant sur le fonctionnement des marchés financiers.

Nous aborderons ensuite la question du positionnement de notre recherche par rapport à un courant qui s'est intéressé précisément au rapport entre modèles et réalité. Et nous terminerons sur les limites de notre démarche et les développements qu'elle pourrait susciter pour essayer de les combler.

Une problématique intéressée des conflits d'intérêts des analystes financiers

La façon dont a été élaborée puis appliquée la réglementation applicable aux analystes financiers est issue d'une problématique qui, nous semble-t-il, est issue d'une conjoncture bien particulière : celle de la bulle Internet dans ses modalités essentiellement américaines. C'est dans ce cadre que le problème se posant aux analystes a été compris comme résultant d'une excessive dépendance envers les départements de banque de financement chargés des introductions en Bourse et des fusions et acquisitions d'une part, envers les sociétés cotées couvertes d'autre part. Cela correspondait bien à une situation dans laquelle des sociétés cotées correspondant à un business model apparemment inédit étaient lancées en nombre sur le marché et où de grands groupes établis tentaient de suivre le mouvement pour s'inscrire dans le mouvement de valorisation ascendante, tout cela au moment où les sociétés cotées, de façon générale, en étaient arrivées, pour des raisons liées à une évolution plus structurelle du capitalisme, à considérer leur cours comme leur indicateur stratégique central et déployaient beaucoup d'efforts pour peser directement ou indirectement sur le jugement des analystes, compris alors comme incarnant ce que le marché « pense ».

La fin de la bulle et le déploiement progressif par les sociétés cotées de stratégies de communication financière plus complexes et plus finement ciblées ont changé la donne, mais la régulation des analystes et une bonne partie de la problématique académique appliquée à

leur étude sont restés en quelque sorte marqués par ce contexte, d'où ce qui nous apparaît maintenant comme un décalage très marqué par rapport aux problèmes réels qui se posent aux analystes. Ces problèmes sont à la fois une dépendance très forte et très incertaine dans ses critères vis-à-vis des gérants et corrélativement une incitation croissante à faire passer au second plan l'estimation des fondamentaux au profit d'un rôle d'animation du marché qui place les analystes vis-à-vis des vendeurs dans une situation assez similaire à celle des équipes chargées du marketing vis-à-vis des équipes strictement commerciales au sein des groupes produisant des produits de grande consommation. Ce rôle des analystes a toujours existé, mais la pression dans ce sens a augmenté sensiblement au cours des années 2000, comme en ont témoigné les analystes que nous avons interrogé et comme le confirment de nombreux indices. Le développement de la commission à facturation partagée et de bureaux d'analyse indépendants contribue certes à déconnecter le travail des analystes de l'activité de courtage, mais ne remet pas en cause la dépendance envers les gérants, en changeant surtout les modalités pratiques. Or, comme nous avons cherché à le montrer dès l'introduction, il y aurait une certaine logique à rendre l'estimation de la valeur fondamentale indépendante des investisseurs, de leur point de vue et de leurs problématiques, puisque cette estimation répond au moins autant aux besoins des investis.

Il nous semble que la caractérisation des acteurs comme investisseurs et investis permet ici de rendre visible la dépendance des acteurs chargés d'estimer les fondamentaux envers ceux qui déterminent en pratique l'évolution des cours, d'expliciter cette situation et de la faire apparaître comme un problème en soi.

Tests des modes de tests et réalité de la réalité

Cette même caractérisation des acteurs nous a aussi permis de définir une catégorie de tests d'efficience composée de quelques études isolées (Shiller, 1981, Cutler, Poterba & Summers, 1989, Ryan & Taffler, 2004...) ayant pour particularité de ne rentrer dans aucune des catégories définies par Fama (1970) (tests d'efficience faible, semi-forte, forte) tout simplement parce que, dans la relation entre information et cours, ils ne prennent pas comme point de départ de la réflexion l'information sous ses différentes formes mais le cours dans sa matérialité. La polarisation investisseurs-investis permet ici de regrouper ces recherches, de

leur donner une cohérence, une logique commune et une légitimité particulière en tant que mode de test alternatif de l'efficience.

Cette démarche axée sur la critique des modes de test nous paraît revêtir un intérêt plus large. Elle représente en effet une alternative possible à la forme de critique la plus ancienne et la répandue de la théorie standard (Favereau, 1989), qui porte sur le réalisme des hypothèses. Rappelons en effet que Friedman (1953) a assez efficacement disqualifié cette critique traditionnelle en énonçant que les économistes ne devaient être jugés que sur leur capacité à produire des modèles prédictifs empiriquement testables et non sur l'adéquation au réel des hypothèses sur lesquelles se basent ces modèles. On peut certes, à l'instar de Samuelson et de bien d'autres économistes, rejeter cette argumentation. On n'en doit pas moins reconnaître l'efficacité pratique, et c'est cette reconnaissance qui nous a d'emblée orientés vers une critique des modes de test.

Cette critique, nous l'avons avant tout menée en mettant en évidence les limites de ce qui est effectivement testé ; dans le cas de l'efficience, c'est l'efficience technique sous certaines formes et conditions qui est testée et non l'efficience fondamentale, alors que tout l'édifice de la régulation et du gouvernement d'entreprise repose sur l'idée que c'est l'efficience fondamentale qui est vérifiée. Cela étant dit, la critique des modes de test peut aussi porter sur l'empirie dont il est question lorsqu'on parle de test empirique ou de confirmation empirique. Il s'agit alors de critiquer le statut de donné attribué aux données, de les reconsidérer et de les requalifier comme construites.

Nous retrouvons ici un problème soulevé il y a 25 ans par Summers (1985) : celui des données auxquelles la théorie financière accorde le statut de « données dures ». Pour donner un aspect comique à son propos, Summers présente dans ce texte une situation dans laquelle les économistes qui étudient le ketchup se divisent en deux groupes bien différents : d'une part des économistes classiques ou « généraux » qui cherchent à établir comment le prix du ketchup varie en fonction des déterminants de sa valeur fondamentale (prix des tomates, pouvoir d'achat des consommateurs etc.), d'autre part des économistes étroitement spécialisés sur ce marché, qui ont fait de son étude une discipline à part (« ketchup economists located in the Department of Ketchup »), et qui rejettent totalement l'approche des économistes « généraux » en partant du principe que les cours du ketchup sont les seules « données dures » à prendre en compte (« They believe that ketchup transaction prices are the only hard data worth studying »). Ce dont il est question, c'est bien sûr de l'autonomisation de la finance en

tant que discipline séparée de la science économique, et dans le même mouvement affranchie de la question du rapport aux fondamentaux :

« The parallels should be clear. Financial economists like ketchupal economists work only with hard data and are concerned with the interrelationships between the prices of different financial assets. They ignore what seems to many to be the more important question of what determines the overall level of asset prices. » (Summers, 1985)

Le fait est que, si nous en revenons au cas des tests d'efficience, ce qui est testé est la conformité à une modélisation du risque qui est basée sur une description de la distribution supposée des variations de prix des actifs financiers pris un par un mais aussi entre eux. Les « données dures », dans les tests d'efficience, ce ne sont pas les cours mais les caractéristiques du modèle à l'aide duquel la série des cours est mise à l'épreuve.

La performativité et ses à-côtés

Un courant de recherche important de la sociologie de la finance, illustré en particulier par Mackenzie & Millo (2003), Callon & Muniesa (2005), Beunza, Hardie & Mackenzie (2006), a précisément étudié comment s'opère concrètement le rapport entre modèles et cours sur les marchés financiers en utilisant la notion de performativité. Partons d'une proposition typique de cette approche : les économistes, avec leurs modèles, prétendent décrire le réel ; or en réalité ils contribuent avec ces mêmes modèles à modifier ce réel. Face à cette proposition, nous voudrions d'abord remarquer que le réel dont il est question dans la première partie de la proposition n'est pas le même que celui dont il est question dans la deuxième partie. Dans la première partie (les économistes prétendent décrire le réel), on parle des modèles tels qu'ils sont conçus ; or, tels qu'ils sont conçus, leur but est de rendre compte d'un « réel » qui n'est rien d'autre qu'une série de chiffres. Dans la deuxième partie (les économistes contribuent à modifier ce réel), on parle des modèles tels qu'ils sont utilisés ; or cette utilisation modifie les pratiques et les cadres interprétatifs des investisseurs et d'autres intervenants, modifie et structure des modes de relation entre acteurs et même entre catégories d'acteurs des marchés financiers, bref elle change les caractéristiques de la configuration. Le réel dont il est question dans la première partie de la phrase, ce sont des séries de chiffres ; dans la deuxième partie, c'est une configuration.

Les recherches inspirées par cette idée détaillent des situations où un modèle « performe » le réel (de la série de chiffres) par l'intermédiaire de modifications de la

configuration, ce qui va dans le sens de notre idée d'une relation entre évolution des cours et configuration dans laquelle s'inscrivent les acteurs des marchés. L'utilisation des modèles produits par les économistes fait bien sûr partie intégrante du mode d'interdépendance entre les acteurs des marchés financiers. Cela dit, ces acteurs ont à leur disposition, aussi, d'autres types de procédures (au sens où Simon (1976) utilise ce terme pour définir la rationalité procédurale) pour faire face à l'incertitude inhérente à la dynamique des marchés qu'ils font fonctionner.

Et par ailleurs ces recherches centrées sur la performativité, si elles sont particulièrement utiles pour comprendre de quelle façon ces acteurs sont interreliés, peut tendre à se concentrer précisément sur cette question du fonctionnement, voire du « bon fonctionnement » des marchés, sans prendre en compte la question, différente, de la justice de l'épreuve de valorisation pour ceux qui en sont l'objet. Réintroduire cette question suppose en effet selon nous de poser la question du rapport à l'estimation de la valeur fondamentale, et il est difficile de la poser lorsqu'on se concentre sur la question du rapport entre des modèles qui, comme Summers l'énonçait, ne considèrent pas les fondamentaux comme dignes d'attention, et les cours.

La question du rapport entre configuration et cours, à laquelle les approches ayant recours à la performativité ont apporté des contributions très riches, mérite à la fois d'être enrichie par la prise en compte de l'ensemble des procédures, y compris les moins formalisées, auxquelles ont recours les acteurs des marchés financiers, et d'être replacée dans un cadre plus large permettant de questionner la place que la finance occupe dans nos sociétés et les modalités de sa connexion au reste du monde social.

Des limites et de la façon de les dépasser

Nous terminerons en rappelons que cette réflexion, nous l'avons menée dans le cadre d'un travail de recherche dont il faut rappeler que l'objet était singulièrement limité : 4 cas, en France, sur une période de 3 ans.

La validité de notre contribution, qui se définit avant tout sur comme une tentative de renouvellement des problématiques appliquées à l'étude de la valorisation, pourrait être appréciée et mise à l'épreuve sur bien d'autres terrains. Une des pistes possibles serait

d'étudier plus systématiquement les modes de valorisation non marchandes des actifs financiers, et pas seulement chez les analystes ; cela peut se faire à l'occasion des introductions en Bourse (pour définir le prix d'introduction), des procédures de fusion-acquisition etc., mais aussi en observant plus largement les débats et controverses sur la valorisation de ces titres et la façon dont ces prises de position sont reliées (ou non) à la valorisation proprement marchande, donc à l'évolution des cours. Une autre idée serait, dans le cadre du référentiel comptable IFRS, de voir comment s'applique la valorisation des actifs financiers basée sur un modèle (mark to model), pensée comme une alternative à la règle de valorisation au prix de marché (mark to market), par exemple pour voir de quel côté de l'alternative se trouve la « donnée dure », pour reprendre l'expression de Summers¹¹². A chaque fois, la valorisation est mode de mise en relation, simplement, quand elle n'est pas directement opérée par l'intermédiaire d'un marché, elle ne se pense pas forcément comme un rapport entre investisseurs et investis, sujets et objets. Le développement de cette perspective contribuerait à la sociologie économique mais aussi, en un sens, à une science économique insérée dans les sciences sociales.

¹¹² L'application de ce référentiel comptable, explicitement destiné en priorité aux investisseurs et visant à étendre largement l'application de la valorisation marchande dans les comptes (Chiapello, 2005, Chiapello &

Bibliographie

- M. ABOLAFIA, 1996, *Making markets*, Harvard University Press.
- M. AGLIETTA & A. REBERIOUX, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.
- O. ALTINKILIC & R. HANSEN, 2009, On the information role of analyst recommendations, *Journal of Accounting and Economics*, 48, pp. 17–36.
- P. ASQUITH, M. MIKHAIL & A. AU, 2005, Information content of equity analyst reports, *Journal of Financial Economics*, 75, pp. 245-282.
- W. BAKER, 1984, The social structure of a national securities market, *American Journal of Sociology*, Vol. 89 n°4.
- B. BARBER, R. LEHAVY, M. McNICHOLS & B. TRUEMAN, 2001, Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, *Journal of Finance*, vol. 56 n°2.
- L. BATSCH, 2002, *Le capitalisme financier*, La Découverte.
- N. BAYLE & V. de SENNEVILLE, 10/11/2005, LVMH-Morgan Stanley : le dossier rebondit, *Les Echos*.
- N. BAYLE & V. de SENNEVILLE, 03/07/2006, LVMH contre Morgan Stanley : la cour d'appel fait deux heureux, *Les Echos*.
- P. BERGER & E. OFEK, 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 39-65.
- P. BERNSTEIN, 2000, *Des idées capitales*, PUF. (première publication [en anglais] 1992)
- D. BEUNZA & R. GARUD, October 2007, Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts, *Sociological Review*, 55 (2).
- D. BEUNZA, I. HARDIE & D. MACKENZIE, 2006, A price is a social thing : towards a material sociology of arbitrage, *Organization Studies*, 27.
- J. BINDER, The event study methodology since 1969, 1998, *Review of Quantitative Finance and Accounting* (11), pp. 111-137.
- L. BOLTANSKI, 2009, *De la critique*, Gallimard.
- L. BOLTANSKI & L. THEVENOT, 1991, *De la justification*, Gallimard.

- D. BOURGHELLE, O. BRANDOUY & A. ORLEAN, 2005, Introduction générale, in Bourghelle D., Brandouy O., Gillet R. et A. Orléan (eds), Représentations collectives et croyances sur les marchés financiers, *Economica*.
- O. BOYD-BARRETT & M. PALMER, 1981, Le trafic des nouvelles, Alain Moreau, Paris.
- G. BRETON & A. SCHATT, septembre 2000, Rôle et caractérisation de l'analyse financière, *Revue d'économie financière*, pp. 147-162.
- A. BRUNET, 16 décembre 2005, Le palmarès des meilleurs analystes, *L'Agefi Hebdo*.
- M. CALLON & F. MUNIESA, 2005, Economic markets as calculative collective devices, *Organization Studies*, 26 (8).
- M. CALLON, 2006, What does it mean to say that economics is performative ?, *Papiers de recherche du CSI*, n°5.
- J. CAMPBELL & J. AMMER, 1993, What moves stock and bond markets ? A variance decomposition for long-term asset returns, *Journal of Finance*, 48 (1), p. 3-38.
- J. CAMPBELL & R. SHILLER, 1988, The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors, *Review of Financial Studies*, 1, p. 195-228.
- B. CARRUTHERS & A. STINCHCOMBE, June 1999, The social structure of liquidity, *Theory and Society*, Vol. 28, No. 3, pp. 353-382.
- I. CHAMBOST, 2008, Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side, Thèse de doctorat en sciences de gestion, CNAM.
- J-O. CHARRON, Juin 2004, L'idéologie de la transparence dans l'audit : une approche de sa dimension médiatique, *Comptabilité Contrôle Audit*, pp. 169-187.
- J-O. CHARRON, 12 April 2010, Disambiguating efficiency : a question of points of views, transparencies and research designs, Finance in crisis – Finance in question Conference, CRESC, Manchester.
- E. CHIAPELLO, automne 2005, Les normes comptables comme institution du capitalisme. Une analyse du passage aux normes IFRS en Europe à partir de 2005, *Sociologie du Travail*.
- E. CHIAPELLO & K. MEDJAD, janvier-mars 2007, Une privatisation de la norme inédite : le cas de la politique comptable européenne, *Sociologie du Travail*.
- S. CICCONE, 2003, Does analyst optimism about future earnings distort stock prices ?, *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 4, n°2, pp. 59-64.
- B. CONVERT & J. HEILBRON, 2005, La réinvention américaine de la sociologie économique, *L'Année Sociologique*, 55, n°2.
- A. COWLES, 1933, Can stock market forecasters forecast ?, *Econometrica*, 12, pp. 206-214.

- D. CUTLER, J. POTERBA & L. SUMMERS, 1989, What moves stock prices ?, *Journal of Portfolio Management*, 15 (3), p. 4-12.
- H. DESAI, B. LIANG & A. SINGH, May-June 2000, Do all-stars shine ? Evaluation of analyst recommendations, *Financial Analysts Journal*, pp. 20-29.
- O. DUFOUR, 26/02/2007, LVMH et Morgan Stanley enterrent la hache de guerre, *Option Finance*.
- The Economist, 2009, What went wrong with economics ?, July 18, p. 11-12; The other-worldly philosophers, p. 68-70; Efficiency and beyond, p. 71-72.
- N. ELIAS, 1985, La société de cour, Flammarion (première publication [en allemand] 1936)
- N. ELIAS, 1993, Qu'est-ce que la sociologie ?, Pocket (première publication [en allemand] 1970)
- N. ELIAS, 1996, Engagement et distanciation, Pocket (première publication [en allemand] 1983)
- N. ELIAS & J. SCOTSON, 1997, Logiques de l'exclusion, Fayard (première publication [en anglais] 1965)
- E. FAMA, January 1965, The behavior of stock market prices, *The Journal of Business*, Vol. 38, n°1, pp. 34-105.
- E. FAMA, May 1970, Efficient capital markets : a review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, Vol. 25, n°2, pp. 383-417.
- E. FAMA, L. FISHER, M. JENSEN & R. ROLL, February 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*.
- O. FAVEREAU, mars 1989, Marché interne, marché externe, *Revue économique*, n°2, pp. 273-328.
- J.E. FISCH, Spring 2006, Regulatory responses to investor irrationality: the case of the research analyst, *Lewis & Clark Law Review*, Vol 10, n°1, pp. 57-83.
- T. FOGARTY & R. ROGERS, 2005, Financial analysts' reports : an extended institutional theory evaluation, *Accounting Organizations and Society*, 30, pp. 331-356.
- L. FONTOWICZ & G. VAN LOYE, juillet-août 2004, La crédibilité des producteurs d'information, le cas des analystes financiers, *Revue Française de Gestion*.
- M. FRIEDMAN, The methodology of positive economics, in *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, 1953.
- S. GALANTI, 2006, Les analystes financiers comme intermédiaires de l'information, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris X.

- J. K. GALBRAITH, 2008, *La crise économique de 1929*, Payot (première publication [en anglais] 1954).
- O. GODECHOT, 2005, *Les traders*, La Découverte (première publication 2001)
- O. GODECHOT, 2007, *Working rich*, La Découverte.
- E. GROSSMAN, E. LUQUE & F. MUNIESA, 2008, *Economies through transparency*, in C. Garsten & M. Lindh de Montoya eds., *Transparency in a new global order : unveiling organizational visions*, Edward Elgard Publishing, p. 97-121.
- P. HYME, décembre 2004, *Des différentes acceptions de la « théorie des marchés efficients »*, *Economie Appliquée*, vol. 57, n°4.
- A. JACQUEMONT, 1981 (1^{ère} partie dans le numéro de septembre, 2^{ème} partie dans le numéro d'octobre), *Du bon usage de l'analyse financière ou la théorie du portefeuille en question*, *Revue Banque*.
- N. JEGADEESH & W. KIM, 2006, *Value of analyst recommendations: international evidence*, *Journal of Financial Markets*, 9, pp. 274-309.
- A. JOULIN, A. LEFEVRE, D. GRUNBERG & J-P. BOUCHAUD, *Stock price jumps : news and volume play a minor role*, *Working Paper*, 2008.
- C. KINDLEBERGER, 2005, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor (première publication [en anglais] 1978).
- T. KLEINER, mars 2003, *La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris*, *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*.
- K. KNORR CETINA, July 2007, *Economic sociology and the sociology of finance. Four distinctions, two developments, one field ?*, *Economic sociology*, Vol. 8, n°3.
- K. KNORR CETINA & A. PREDA dir., 2005, *The sociology of financial markets*, Oxford University Press.
- R. KRISHNAN & D. BOOKER, 2002, *Investors' use of analysts' recommendations*, *Behavioral Research in Accounting*, Vol. 14, pp. 129-156.
- R. LUCAS, 08/08/2009, *In defence of the dismal science*, *The Economist*.
- A. MAC WILLIAMS & D. SIEGEL, June 1997, *Event studies in management research : theoretical and empirical issues*, *Academy of Management Journal*, Vol. 40, n°3, pp. 626-657.
- D. MACKENZIE & Y. MILLO, 2003, *Constructing markets, performing theory : the historical sociology of a financial derivatives exchange*, *American Journal of Sociology*, 109 (1).

- D. MACKENZIE, 2006, *An engine, not a camera : how financial models shape markets*, The MIT Press.
- R. MICHAELY, K.L. WOMACK, 2002, Brokerage recommendations: stylized characteristics, market responses, and biases, in *Advances in Behavioral Finances II*, R. Thaler ed.
- M. MILLER & F. MODIGLIANI, October 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares, *The Journal of Business*.
- P. MIROWSKI, 2001, Plus de chaleur que de lumière, *Economica*. (première publication [en anglais] 1989)
- S. MONTAGNE, 2006, *Les fonds de pension*, Odile Jacob.
- N. MOTTIS & P. ZARLOWSKI, novembre-décembre 2003, Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers, *Revue Française de Gestion*, vol. 29 n°147.
- F. MUNIESA, 2003, *Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris*, Thèse de doctorat en sociologie, ENSMP.
- J. MUTH, July 1961, Rational expectations and the theory of price movements, *Econometrica*, p. 315-335.
- NGUYEN-DANG B., 2007, Is more news good news ? Media coverage of CEOs, firm value and rent extraction, *Working paper*.
- A. ORLEAN, 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- A. ORLEAN, 2005, Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne, in Bourghelle D., Brandouy O., Gillet R. et A. Orléan (eds), *Représentations collectives et croyances sur les marchés financiers*, *Economica*.
- A. ORLEAN, 2006, Connaissance et finance : de l'hypothèse d'objectivité du futur à l'hypothèse conventionnelle, in *Handbook of knowledge and economics*, R. Arena & A. Festré ed., Edward Elgar.
- H. ORTIZ, 2008, *Anthropologie politique de la finance contemporaine : évaluer, investir, innover*, Thèse de doctorat en anthropologie sociale, EHESS.
- H. ORTIZ, 22 avril 2009, *Eléments pour une anthropologie politique du « coût moyen pondéré du capital »*, *Papier présenté au séminaire SSFA*.
- P-C. PRADIER, 2006, *La notion de risque en économie*, La Découverte.
- A. PREDA, 2005, The investor as a cultural figure of global capitalism, in K. KNORR CETINA & A. PREDA dir., *The sociology of financial markets*, Oxford University Press.

- A. PREDA, October 2007, Where do analysts come from ? The case of financial chartism, *The Sociological Review*.
- H. RAINELLI-LE MONTAGNER, 2003, Nature et fonctions de la théorie financière, PUF.
- P. RYAN & R. TAFFLER, January/March 2004, Are economically significant stock returns and trading volumes driven by firm-specific news releases ?, *Journal of Business Finance and Accounting*, 31 (1) & (2).
- C. SAUVIAT, mars 2003, Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière, *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*.
- B. SEGRE, 14/11/2005, L'AMF rend un avis tronqué sur le dossier LVMH-Morgan Stanley, *La Tribune*.
- R. SHILLER, 1981, Do stock prices move too much to be justified by subsequent movements in dividends ?, *American Economic Review*, 71 (3), pp. 421-436.
- R. SHILLER, 1984, Stock prices and social dynamics, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 457-498.
- R. SHILLER, 1989, Market volatility, MIT Press.
- R. SHILLER, 2005, Irrational exuberance, Princeton University Press (première édition 2000).
- A. SHLEIFER, 2000, Inefficient markets, Oxford University Press.
- H. SIMON, 1976, From substantive to procedural rationality, in S. Latsis ed., Method and appraisal in economics, Cambridge University Press.
- C. SRANON-BOITEAU, 1998, De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français, Thèse en sciences de gestion, Université ParisIX-Dauphine.
- P. STEINER, 2005, La sociologie économique, La Découverte. (première édition 1999)
- S. STICKEL, September-October 1995, The anatomy of the performance of Buy and Sell recommendations, *Financial Analysts Journal*, pp. 25-39.
- L. SUMMERS, July 1985, On economics and finance, *Journal of Finance*, pp. 633-635.
- J. SUROWIECKI, 2008, La sagesse des foules, Jean-Claude Lattès (première publication [en anglais] 2004).
- P. TETLOCK, 2007, Giving content to investor sentiment : the role of media in the stock market, *Journal of Finance*, 62, pp. 1139-1168.
- E. TETREAU, 2005, Analyste, Grasset.
- R. THALER, 05/08/2009, The price is not always right and markets can be wrong, *Financial Times*.

- A. TURNER et al., 2010, The future of finance : the LSE Report.
- K. WOMACK, March 1996, Do brokerage analysts' recommendations have investment value ?, *Journal of Finance*, Vol. 51, n°1, pp. 137-167.
- E. ZAJAC & J. WESTPHAL, June 2004, The social construction of market value : institutionalization and learning perspectives on stock market reactions, *American Sociological Review*, vol. 69, pp. 433-457.
- E. ZUCKERMAN, March 1999, The categorical imperative : securities analysts and the illegitimacy discount, *American Journal of Sociology*, Vol. 104, n°5, pp. 1398-1438.
- E. ZUCKERMAN, June 2004, Structural incoherence and stock market activity, *American Sociological Review*, Vol. 69 n°3, pp. 405-432.

Annexe I : Relation entre cours et notes d'opinion

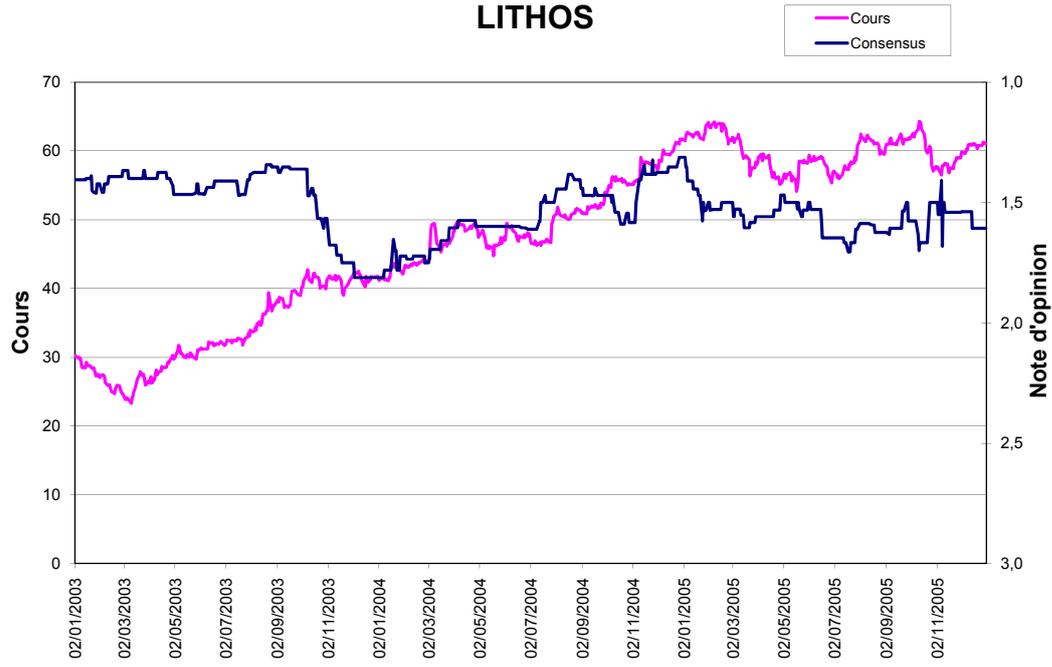
Pour tenter de mesurer quantitativement l'intensité du lien entre cours et recommandations des analystes, nous nous sommes donc basés sur les données du consensus Factset, qui nous ont été fournies par cette société pour les cas et les périodes requis.

Dans le cadre de ce consensus (mais le principe est le même pour les autres consensus, en particulier Thomson/IBES), la recommandation moyenne est donnée par une « note d'opinion » qui est une moyenne pondérée des recommandations des analystes : à l'opinion "Achat" est affectée la valeur 1, à l'opinion "Surpondérer" est affectée la valeur 1,5, à l'opinion "Neutre" est affectée la valeur 2, à l'opinion "Souspondérer" est affectée la valeur 2,5, à l'opinion "Vendre" est affectée la valeur 3. On obtient ainsi une valeur comprise entre 1 et 3, et dont nous avons testé le lien avec le cours de l'action dans chaque cas. Les cours ont été téléchargés sur la base Datastream (Thomson Financial). Les résultats des corrélations sont donnés dans le Tableau 6. Suivent les graphiques pour les 4 cas.

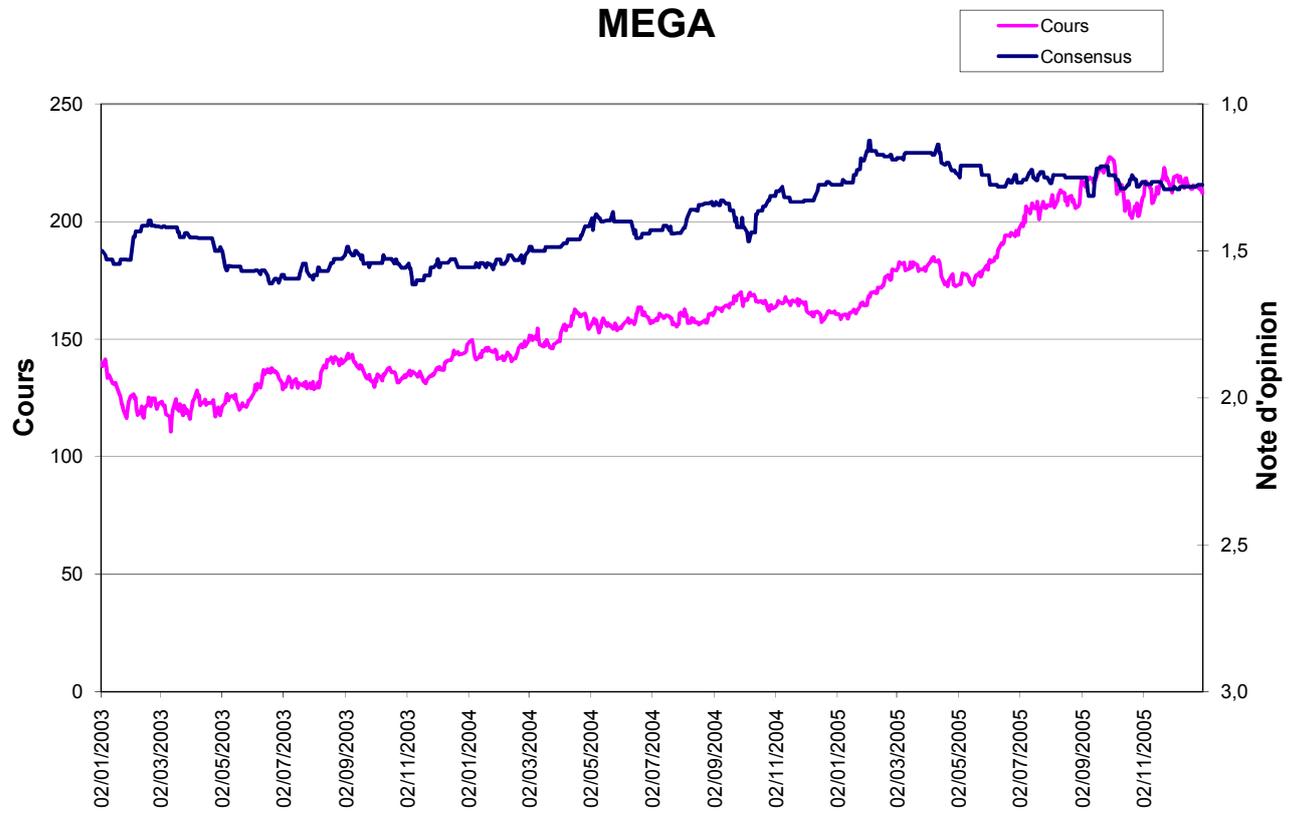
TABLEAU 22. LA RELATION COURS / CONSENSUS DE RECOMMANDATION

	<i>LITHOS</i>	<i>PULEX</i>	<i>MEGA</i>	<i>TEGUMEN</i>
Coefficient de corrélation (r)	26,1%	62,2%	77,7%	76,1%
Coefficient de détermination (r ²)	6,8%	38,7%	60,3%	57,9%

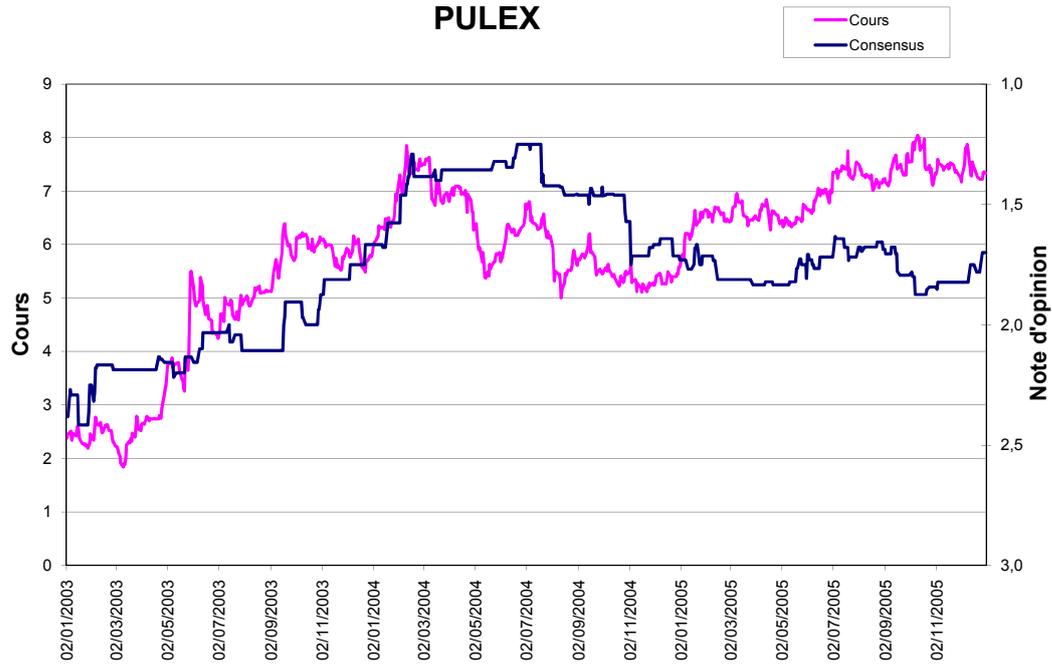
LITHOS



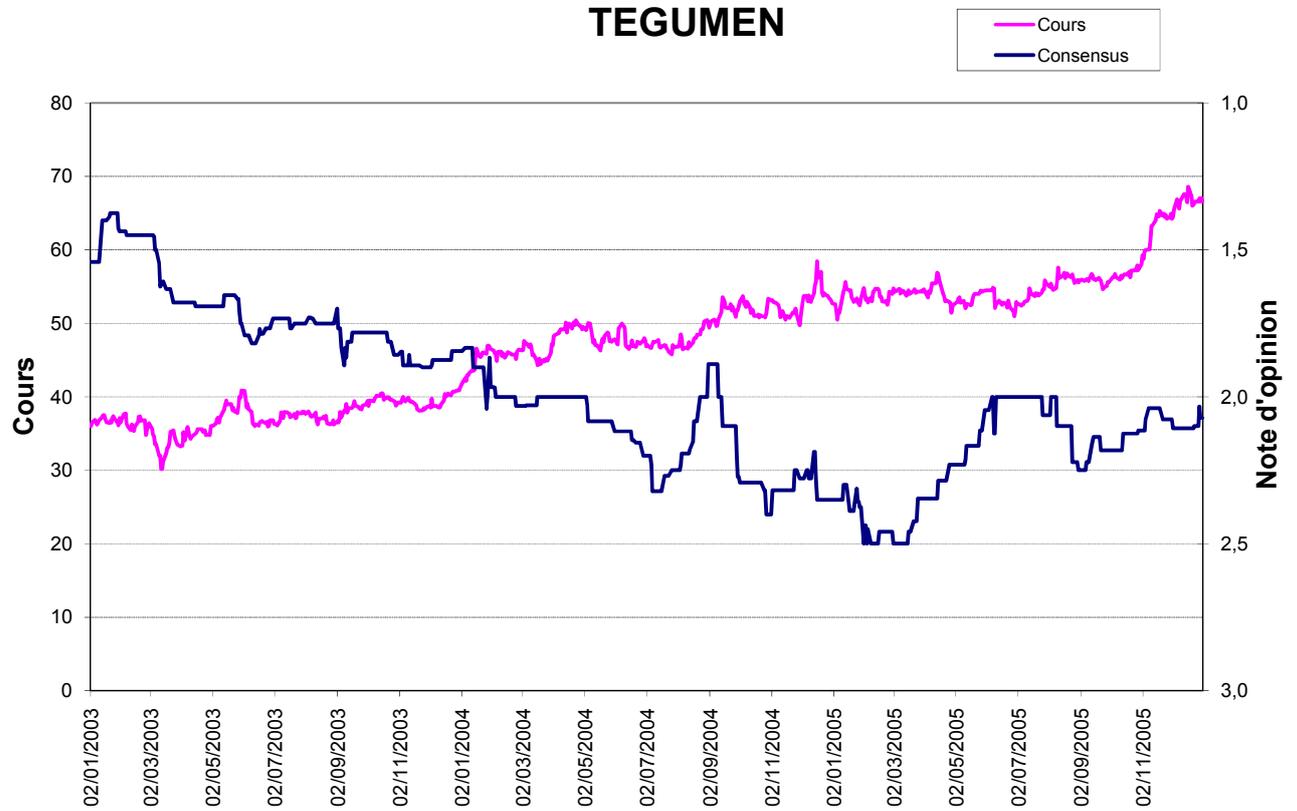
MEGA



PULEX



TEGUMEN



La relation est intense dans les cas de Mega et de Tegumen, importante dans le cas de Pulex, peu significative dans le cas de Lithos, qui apparaît de ce point de vue tout à fait à part. Une première idée d'interprétation tient à ce qui singularise Lithos par rapport aux autres cas, à savoir la relative difficulté qu'il y a à classer ce groupe dans un secteur bien défini. Zuckerman (1999) a mis en évidence que ce type de société subissait ce qu'il appelle une « décote de légitimité » : les analystes étant spécialisés par secteur, ils ont tendance à les couvrir peu ou mal, d'où un certain manque de suivi et d'intérêt de la part des investisseurs. Cette analyse ne nous paraît pas toutefois directement transposable ici : ce que nous voyons n'est pas une décote (ce serait d'ailleurs impossible à mettre en évidence dans un cadre théorique où il n'y a pas de valeur fondamentale) mais une relative faiblesse du lien entre le cours et les recommandations d'analystes qui laisse supposer que l'évolution du cours, dans ce cas, se forme autrement et/ou se cristallise chez d'autres acteurs.

Annexe II : Changements de recommandation et d'objectif de cours

Les changements de recommandation repris par les médias ont été identifiés en italique et par une croix dans la colonne « Reprise média » ; les croix dans la colonne « Top 5 Agefi » signalent que le broker est cette année-là dans les 5 premiers du secteur d'activité du cas dans le classement de l'Agefi. La colonne « Type de rapport » est renseignée suivant la typologie exposée *supra* p. 179-181.

TABLEAU 23 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR LITHOS

Date	Broker	Sens du changement de recommandation	Type de rapport	Reprise média	Top 5 Agefi
03/06/03	Société Générale	Dégradation	Général		
09/10/03	Deutsche Bank	Dégradation	Visite site	X	X
04/03/04	HSBC	Amélioration	Réaction résultat		
<i>27/07/04</i>	<i>Aurel Leven</i>	<i>Amélioration</i>		X	
24/11/04	ABN Amro	Dégradation	Général		
02/02/05	Merrill Lynch	Dégradation	Réaction CA	X	X
<i>04/02/05</i>	<i>CIC</i>	<i>Dégradation</i>		X	
<i>09/03/05</i>	<i>CIC</i>	<i>Amélioration</i>		X	
15/03/05	UBS	Dégradation	Général	X	
28/04/05	UBS	Amélioration	Général		
23/05/05	Exane	Dégradation	Réunion analystes	X	X
23/05/05	Société Générale	Amélioration	Réunion analystes		X
27/05/05	UBS	Amélioration	Réunion analystes		
<i>17/06/05</i>	<i>UBS</i>	<i>Amélioration</i>		X	
04/11/05	Exane	Dégradation	Preview résultat	X	

TABLEAU 24 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR MEGA

Date	Broker	Sens du changement de recommandation	Type de rapport	Reprise média	Top 5 Agefi
28/01/03	UBS	Amélioration	Général		X
01/04/03	<i>Deutsche Bank</i>	<i>Amélioration</i>		X	X
17/04/03	Crédit Suisse	Amélioration	Général	X	
07/05/03	Delta Lloyd	Dégradation	Réaction résultat		
22/05/03	Oddo	Dégradation	Réaction info		
07/08/03	LandesBank BW	Amélioration	Réaction résultat		
04/09/03	Commerzbank	Dégradation	Réunion analystes		
04/09/03	Exane	Dégradation	Réunion analystes		X
04/09/03	ING	Dégradation	Réunion analystes		
04/09/03	Société Générale	Dégradation	Réunion analystes		X
05/12/03	Deutsche Bank	Dégradation	Général		
05/12/03	Oddo	Dégradation	Réaction info		
09/02/04	Goldman Sachs	Amélioration	Général		
07/05/04	Deutsche Bank	Amélioration	Général	X	X
29/05/04	<i>Société Générale</i>	<i>Amélioration</i>		X	X
23/06/04	ING	Amélioration	Général		
27/09/04	Cheuvreux	Amélioration	Général	X	
27/09/04	UBS	Amélioration	Réaction info		
08/10/04	Bear Stearns	Amélioration	Général	X	
12/11/04	ING	Dégradation	Réaction résultat		
10/01/05	UBS	Amélioration	Général		
17/02/05	Daiwa	Dégradation	Réaction résultat		
01/04/05	IIR	Amélioration	Réaction résultat		
26/05/05	IIR	Dégradation	Général		
02/06/05	Exane	Dégradation	Général	X	X
15/09/05	IIR	Amélioration	Général		
27/09/05	<i>JP Morgan</i>	<i>Dégradation</i>		X	
06/10/05	<i>Cheuvreux</i>	<i>Dégradation</i>		X	X
07/11/05	KBC	Dégradation	Réaction résultat		

TABLEAU 25 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR PULEX

Date	Broker	Sens du changement de recommandation	Type de rapport	Reprise média	Top 5 Agefi
17/06/03	Société Générale	Amélioration	Réaction contact		
29/10/03	Crédit Lyonnais	Amélioration	Réaction CA		
29/10/03	HSBC	Amélioration	Réaction CA		
09/12/03	<i>Société Générale</i>	<i>Amélioration</i>		X	
16/09/04	UBS	Dégradation	Réaction résultat	X	
04/11/04	Exane	Dégradation	Réaction CA		
05/11/04	HSBC	Dégradation	Réaction CA		
01/07/05	UBS	Amélioration	Général	X	
08/09/05	<i>Cheuvreux</i>	<i>Amélioration</i>		X	
19/12/05	UBS	Dégradation	Général	X	

TABLEAU 26 : CHANGEMENTS DE RECOMMANDATION SUR TEGUMEN

Date	Broker	Sens du changement de recommandation	Type de rapport	Reprise média	Top 5 Agefi
06/03/03	ABN Amro	Dégradation	Général		
12/03/03	Société Générale	Dégradation	Réaction résultat		
27/03/03	Morgan Stanley	Dégradation	Général	X	X
28/05/03	Oddo	Dégradation	Réaction info		
03/06/03	Crédit Suisse	Dégradation	Général	X	X
03/06/03	Exane	Dégradation	Général		
06/08/03	Morgan Stanley	Amélioration	Général	X	X
12/08/03	<i>Julius Baer</i>	<i>Dégradation</i>		X	
05/09/03	BNP Paribas	Amélioration	Preview résultat		
10/09/03	Williams de Broë	Amélioration	Réaction résultat		
11/09/03	West LB	Dégradation	Réaction résultat		
12/09/03	BNP Paribas	Amélioration	Réunion analystes	X	
13/11/03	Oddo	Dégradation	Réaction CA		
15/12/03	Cheuvreux	Amélioration	Général	X	X
27/01/04	BNP Paribas	Dégradation	Général		
11/03/04	Oddo	Amélioration	Réunion analystes		
04/08/04	Oddo	Dégradation	Preview CA		
23/09/04	Société Générale	Dégradation	Général	X	
06/12/04	West LB	Dégradation	Général		
17/12/04	Oddo	Dégradation	Général		
21/12/04	<i>Crédit Suisse</i>	<i>Dégradation</i>		X	X
06/01/05	Crédit Suisse	Amélioration	Général	X	
12/01/05	<i>ING</i>	<i>Dégradation</i>		X	
12/09/05	<i>UBS</i>	<i>Dégradation</i>		X	
22/09/05	ING	Amélioration	Général	X	
09/11/05	Exane	Amélioration	Réaction CA	X	X
09/11/05	Williams de Broë	Amélioration	Réaction CA		
21/11/05	UBS	Dégradation	Général		

TABLEAU 27 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR LITHOS

Date	Broker	Sens du changement d'objectif de cours	Type de rapport	Top 5 Agefi
29/01/03	Exane	Baisse	Réunion analystes	
12/03/03	Exane	Baisse	Réunion analystes	
12/03/03	Société Générale	Baisse	Réunion analystes	
02/05/03	Société Générale	Baisse	Preview résultat	
05/05/03	Deutsche Bank	Baisse	Réaction résultat	X
07/05/03	Société Générale	Baisse	Réaction résultat	
01/07/03	Merrill Lynch	Hausse	Général	
25/07/03	Société Générale	Hausse	Preview résultat	
29/07/03	Deutsche Bank	Hausse	Réaction résultat	X
25/08/03	Cheuvreux	Hausse	Général	X
10/09/03	BNP Paribas	Hausse	Général	
09/10/03	Deutsche Bank	Hausse	Visite site	X
09/10/03	<i>CIC</i>	<i>Hausse</i>		
09/10/03	<i>Dexia</i>	<i>Hausse</i>		
05/11/03	UBS	Hausse	Réaction résultat	
09/01/04	UBS	Baisse	Preview CA	X
27/01/04	Natexis	Hausse	Réaction CA	
27/01/04	Oddo	Hausse	Réaction CA	X
03/03/04	Exane	Hausse	Réunion analystes	X
03/03/04	Natexis	Hausse	Réunion analystes	
03/03/04	Société Générale	Hausse	Réunion analystes	X
03/03/04	UBS	Hausse	Réunion analystes	X
04/03/04	HSBC	Hausse	Réaction	

			résultat	
21/04/04	UBS	Hausse	Général	X
03/05/04	Merrill Lynch	Hausse	Réaction résultat	
03/05/04	Oddo	Hausse	Réaction résultat	X
04/05/04	Natexis	Hausse	Réaction résultat	
14/07/04	UBS	Hausse	Preview résultat	X
26/07/04	Société Générale	Hausse	Général	X
27/07/04	Citigroup	Hausse	Réaction résultat	
27/07/04	Deutsche Bank	Hausse	Réaction résultat	
27/07/04	Natexis	Hausse	Réaction résultat	
27/07/04	UBS	Hausse	Réunion analystes	X
27/07/04	<i>Aurel Leven</i>	<i>Hausse</i>		
28/07/04	Exane	Hausse	Réunion analystes	X
28/07/04	Oddo	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réunion analystes	X
28/07/04	Société Générale	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction résultat	X
03/08/04	Cheuvreux	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction résultat	X
05/10/04	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	X
08/10/04	Exane	Hausse	Général	X
08/11/04	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction résultat	X
09/11/04	ING	Hausse	Réaction résultat	
06/12/04	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	X
11/01/05	UBS	Hausse	Général	
25/01/05	Citigroup	Hausse	Preview CA	
01/02/05	Exane	Hausse	Réaction CA	X
02/02/05	<i>Cheuvreux</i>	<i>Hausse</i>		X
02/02/05	Société Générale	Hausse	Réaction CA	X
04/02/05	Oddo	Hausse	Général	X
08/03/05	Citigroup	Baisse	Réunion	

			analystes	
15/03/05	UBS	Baisse	Général	
04/05/05	<i>Cheuvreux</i>	<i>Baisse</i>		X
23/05/05	Société Générale	Hausse	Réunion analystes	X
13/06/05	Société Générale	Baisse	Réaction contact	X
20/07/05	Exane	Baisse	Preview résultat	X
27/07/05	ING	Baisse	Réaction résultat	
27/07/05	UBS	Hausse	Réaction résultat	
28/07/05	Exane	Hausse	Réunion analystes	X
28/07/05	Société Générale	Hausse	Réaction résultat	X
19/08/05	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	
23/09/05	Natexis	Baisse	Réaction info	
04/11/05	Exane	Baisse	Preview résultat	X

TABLEAU 28 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR MEGA

Date	Broker	Sens de changement d'objectif de cours	Type de rapport	Top 5 Agefi
05/02/03	Société Générale	Baisse	Réaction info	
14/02/03	BNP Paribas	Baisse	Preview résultat	
19/02/03	Lehman	Baisse	Général	X
20/02/03	Lehman	Hausse	Réaction résultat	X
21/02/03	Exane	Baisse	Réunion analystes	X
02/04/03	Société Générale	Baisse	Réaction info	X
16/04/03	Lehman	Baisse	Preview résultat	X
17/04/03	Crédit Suisse	Baisse	Général	
01/05/03	Dresdner Bank	Baisse	Preview résultat	
02/05/03	ABN Amro	Baisse	Preview résultat	
02/05/03	Deutsche Bank	Baisse	Réaction résultat	X
06/05/03	ING	Hausse	Réaction résultat	
06/05/03	Lehman	Baisse	Réaction résultat	X
07/05/03	Morgan Stanley	Hausse	Réaction résultat	
07/05/03	Petercam	Baisse	Réaction résultat	
07/05/03	Société Générale	Hausse	Réaction résultat	X
09/05/03	HSBC	Baisse	Réaction résultat	
08/07/03	BNP Paribas	Baisse	Général	
10/07/03	Natexis	Baisse	Réaction info	
29/07/03	Crédit Suisse	Baisse	Preview résultat	
31/07/03	ABN Amro	Hausse	Preview résultat	
31/07/03	Dresdner	Hausse	Preview résultat	
01/08/03	Citigroup	Baisse	Preview	

			résultat	
06/08/03	ABN Amro	Hausse	Réaction résultat	
06/08/03	ING	Hausse	Réaction résultat	
06/08/03	UBS	Baisse	Réaction résultat	X
18/08/03	Goldman Sachs	Hausse	Général	
03/09/03	ABN Amro	Hausse	Réunion analystes	
03/09/03	Deutsche Bank	Hausse	Réunion analystes	X
04/09/03	ING	Hausse	Réunion analystes	
08/09/03	Alliance Bernstein	Hausse	Réunion analystes	
08/09/03	Bear Stearns	Hausse	Réunion analystes	
26/09/03	ABN Amro	Baisse	Visite site	
29/09/03	Natexis	Hausse	Réaction info	
03/10/03	Citigroup	Hausse	Général	
22/10/03	Natexis	Baisse	Réaction info	
28/10/03	ING	Baisse	Preview résultat	
07/11/03	Bear Stearns	Baisse	Réaction résultat	
07/11/03	Deutsche Bank	Baisse	Général	X
07/11/03	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
07/11/03	Goldman Sachs	Hausse	Réaction résultat	
07/11/03	UBS	Hausse	Réaction résultat	X
10/11/03	Bear Stearns	Hausse	Réaction résultat	
10/11/03	Natexis	Hausse	Réaction résultat	
10/11/03	Oddo	Hausse	Réaction résultat	
26/11/03	Oddo	Baisse	Réaction info	
19/12/03	Oddo	Hausse	Réaction info	
12/01/04	Oddo	Hausse	Réaction	

			info	
20/01/04	Bank of America	Hausse	Général	
21/01/04	Natexis	Baisse	Réaction info	
04/02/04	BNP Paribas	Hausse	Preview résultat	
11/02/04	Oddo	Hausse	Preview résultat	
19/02/04	ABN Amro	Hausse	Réaction résultat	
19/02/04	Lehman	Hausse	Réaction résultat	
20/02/04	Crédit Suisse	Hausse (reprise média)	Réaction résultat	
20/02/04	Commerzbank	Baisse	Réaction résultat	
20/02/04	Société Générale	Baisse	Réaction résultat	X
25/02/04	Natexis	Hausse	Réaction info	
11/03/04	Oddo	Hausse	Général	
26/04/04	Dresdner	Hausse	Réaction info	
27/04/04	Lehman	Hausse	Réaction info	X
27/04/04	Société Générale	Hausse	Réaction info	X
28/04/04	Crédit Suisse	Hausse	Preview résultat	
04/05/04	Merrill Lynch	Hausse	Preview résultat	
05/05/04	Citigroup	Hausse	Preview résultat	
07/05/04	Deutsche Bank	Hausse	Général	X
07/05/04	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
07/05/04	Natexis	Hausse	Réaction résultat	
07/05/04	Oddo	Hausse	Réaction résultat	
07/05/04	UBS	Hausse	Réaction résultat	
10/05/04	Alliance Bernstein	Hausse	Réaction résultat	
10/05/04	Cheuvreux	Hausse	Réaction	

			résultat	
10/05/04	Exane	Hausse	Réaction résultat	
10/05/04	ING	Hausse	Réaction résultat	
10/05/04	Oddo	Hausse	Réaction résultat	
27/05/04	Société Générale	Hausse	Général	X
23/06/04	ING	Hausse	Général	
27/07/04	Exane	Hausse	Preview résultat	
30/07/04	Citigroup	Baisse	Preview résultat	
05/08/04	JP Morgan	Hausse	Réaction résultat	X
06/08/04	Alliance Bernstein	Hausse	Réaction résultat	
06/08/04	Delta Lloyd	Hausse	Réaction résultat	
06/08/04	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
06/08/04	Lehman	Hausse	Réaction résultat	X
06/08/04	Morgan Stanley	Hausse	Réaction résultat	
06/08/04	Oddo	Hausse	Réaction résultat	
06/08/04	UBS	Hausse	Réaction résultat	
10/08/04	<i>Cheuvreux</i>	<i>Hausse</i>		
01/09/04	Deutsche Bank	Baisse	Preview réunion analystes	X
07/09/04	Oddo	Baisse	Réaction info	
08/09/04	Deutsche Bank	Hausse	Réunion analystes	X
08/09/04	Lehman	Hausse	Réunion analystes	X
09/09/04	Crédit Suisse	Hausse	Réunion analystes	
09/09/04	Friedman Billings Ramsey	Baisse	Réunion analystes	
09/09/04	Merrill Lynch	Hausse	Réunion analystes	
09/09/04	Oddo	Hausse	Réunion	

			analystes	
21/09/04	Dresdner Bank	Hausse	Réaction info	
22/09/04	Goldman Sachs	Hausse	Réaction info	
27/09/04	Cheuvreux	Hausse	Général	
12/10/04	Morgan Stanley	Hausse	Réaction info	
22/10/04	Société Générale	Hausse	Preview résultat	X
26/10/04	Exane	Hausse	Général	
05/11/04	Dresdner Bank	Hausse	Preview résultat	
10/11/04	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
11/11/04	Bear Stearns	Baisse	Réaction résultat	
06/12/04	Oddo	Baisse	Général	
10/01/05	UBS	Hausse	Général	
12/01/05	ING	Baisse	Général	
21/01/05	Lehman	Hausse	Général	X
21/01/05	Société Générale	Baisse	Général	X
28/01/05	Goldman Sachs	Baisse	Général	
08/02/05	Exane	Hausse	Général	X
09/02/05	Merrill Lynch	Hausse	Preview résultat	
18/02/05	UBS	Hausse	Réaction résultat	
08/04/05	JP Morgan	Hausse (reprise média)	Général	
13/04/05	Société Générale	Hausse	Preview réunion analystes	X
14/04/05	Exane	Hausse	Réunion analystes	X
14/04/05	UBS	Hausse	Réunion analystes	
29/04/05	Merrill Lynch	Hausse	Preview résultat	
04/05/05	Bank of America	Hausse	Réaction résultat	
04/05/05	Citigroup	Hausse	Général	
04/05/05	Crédit Suisse	Hausse	Réaction résultat	
04/05/05	Daiwa	Hausse	Réaction	

			résultat	
04/05/05	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
04/05/05	Goldman Sachs	Hausse	Réaction résultat	
04/05/05	Lehman	Hausse	Réaction résultat	X
04/05/05	Oddo	Hausse	Réaction résultat	
05/05/05	Alliance Bernstein	Hausse	Réaction résultat	
05/05/05	Bear Stearns	Hausse	Réaction résultat	
05/05/05	Citigroup	Hausse	Réaction résultat	
05/05/05	IIR	Hausse	Réaction résultat	
05/05/05	UBS	Baisse	Réaction résultat	
26/05/05	IIR	Baisse	Général	
02/06/05	Exane	Hausse	Général	X
07/06/05	Alliance Bernstein	Hausse	Général	
09/06/05	IIR	Hausse	Général	
06/07/05	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	
22/07/05	ING	Hausse	Preview résultat	
25/07/05	Société Générale	Hausse	Preview résultat	X
26/07/05	Merrill Lynch	Hausse	Preview résultat	
27/07/05	Exane	Hausse	Preview résultat	
03/08/05	Goldman Sachs	Hausse	Réaction info	
03/08/05	Merrill Lynch	Hausse	Réaction info	
03/08/05	UBS	Hausse	Réaction info	
04/08/05	Bank of America	Hausse	Réaction résultat	
04/08/05	Citigroup	Hausse	Réaction résultat	
04/08/05	Crédit Suisse	Hausse	Réaction résultat	
04/08/05	Daiwa	Baisse	Réaction	

			résultat	
04/08/05	Friedman Billings Ramsey	Hausse	Réaction résultat	
04/08/05	Lehman	Hausse	Réaction résultat	X
04/08/05	Morgan Stanley	Hausse	Réaction résultat	
05/08/05	Bear Stearns	Hausse	Réaction résultat	
05/08/05	Société Générale	Baisse	Réunion analystes	X
11/08/05	<i>Cheuvreux</i>	<i>Hausse</i>		X
11/08/05	<i>Citigroup</i>	<i>Hausse</i>		
17/08/05	ING	Hausse	Preview réunion analystes	
24/08/05	Crédit Suisse	Hausse	Preview réunion analystes	
07/09/05	Friedman Billings Ramsey	Baisse	Réunion analystes	
08/09/05	Bear Stearns	Hausse	Réunion analystes	
08/09/05	KBC	Hausse	Général	
08/09/05	Natexis	Hausse	Général	
26/09/05	Citigroup	Hausse	Réaction contact	
28/09/05	Exane	Hausse	Réaction contact	X
10/10/05	Société Générale	Hausse	Général	X
18/10/05	Deutsche Bank	Hausse	Preview résultat	
26/10/05	Merrill Lynch	Hausse	Preview résultat	
04/11/05	Citigroup	Baisse	Réaction résultat	
04/11/05	Crédit Suisse	Hausse	Réaction résultat	
04/11/05	Daiwa	Hausse	Réaction résultat	
04/11/05	Friedman Billings Ramsey	Baisse	Réaction résultat	
04/11/05	Lehman	Hausse	Réaction résultat	X
04/11/05	UBS	Hausse	Réaction	

			résultat	
07/11/05	Bear Stearns	Hausse	Réaction résultat	
07/11/05	ING	Hausse	Réaction résultat	
07/11/05	KBC	Baisse	Réaction résultat	
07/11/05	Morgan Stanley	Hausse	Réaction résultat	
14/11/05	Lehman	Hausse	Visite site	X
16/11/05	Cheuvreux	Baisse	Visite site	X
15/12/05	IIR	Hausse	Général	
19/12/05	Bank of America	Baisse	Général	

TABLEAU 29 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR PULEX

Date	Broker	Sens du changement d'objectif de cours	Type de rapport	Top 5 Agefi
04/02/03	Société Générale	Baisse	Réaction info	
05/02/03	Exane	Hausse	Réaction CA	
19/02/03	Société Générale	Hausse	Réaction contact	
27/03/03	Oddo	Hausse	Réunion analystes	
29/04/03	Crédit Suisse	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	X
09/06/03	Exane	Hausse	Réaction AG	
17/06/03	Société Générale	Hausse	Réaction contact	
04/07/03	BNP Paribas	Hausse	Général	
10/07/03	Exane	Hausse	Réaction contact	
30/07/03	Société Générale	Hausse	Réunion analystes	
15/09/03	Oddo	Hausse	Preview résultat	
19/09/03	BNP Paribas	Hausse	Réunion analystes	
22/09/03	Oddo	Hausse	Réaction contact	
29/09/03	Société Générale	Hausse	Général	
31/10/03	Crédit Suisse	Hausse	Général	X
28/11/03	Oddo	Hausse	Réaction contact	
17/03/04	Crédit Suisse	Hausse	Réunion analystes	X
17/03/04	Exane	Hausse	Réunion analystes	
17/03/04	Oddo	Hausse	Réunion analystes	
22/04/04	Société Générale	Baisse	Réaction CA	
17/09/04	<i>Gilbert Dupont</i>	<i>Baisse</i>		

04/10/04	ING	Baisse	Général	
03/11/04	UBS	Baisse	Réaction CA	
04/11/04	Citigroup	Baisse	Réaction CA	
04/11/04	Exane	Baisse	Réaction CA	
04/11/04	ING	Baisse	Réaction CA	
04/11/04	UBS	Baisse	Réunion analystes	
06/12/04	Société Générale	Baisse	Réaction contact	
18/01/05	<i>Oddo</i>	<i>Hausse</i>		
25/01/05	ING	Hausse	Réaction CA	
25/01/05	UBS	Hausse	Réaction CA	
26/01/05	Crédit Suisse	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction CA	
09/03/05	Citigroup	Hausse	Réaction résultat	
09/03/05	<i>Fideuram Wargny</i>	<i>Hausse</i>		
09/03/05	UBS	Hausse	Réunion analystes	
10/03/05	Société Générale	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réunion analystes	X
11/03/05	ING	Hausse	Réaction résultat	
20/04/05	UBS	Hausse	Réaction CA	
21/04/05	Crédit Suisse	Hausse	Réaction CA	
01/07/05	UBS	Hausse	Général	
20/07/05	UBS	Hausse	Réunion analystes	
14/09/05	ING	Hausse	Réaction résultat	
15/09/05	ETC	Hausse	Réaction résultat	
06/10/05	Cheuvreux	Hausse	Général	

TABLEAU 30 : CHANGEMENTS D'OBJECTIF DE COURS SUR TEGUMEN

Date	Broker	Sens du changement d'objectif de cours	Type de rapport	Top 5 Agefi
28/02/03	Cheuvreux	Hausse	Général	X
12/03/03	Société Générale	Baisse	Réaction résultat	
13/03/03	Oddo	Baisse	Réunion analystes	
27/03/03	Morgan Stanley	Baisse	Général	X
13/05/03	UBS	Hausse	Réaction CA	
14/05/03	BNP Paribas	Hausse	Réaction CA	
14/05/03	Exane	Baisse	Réaction CA	
14/05/03	Société Générale	Hausse	Réaction CA	
20/05/03	Société Générale	Hausse	Réaction contact	
05/09/03	BNP Paribas	Hausse (<i>reprise média</i>)	Preview résultat	
11/09/03	Morgan Stanley	Baisse	Réaction résultat	X
12/09/03	BNP Paribas	Hausse	Réunion analystes	
13/11/03	Oddo	Baisse	Réaction CA	
13/01/04	Cheuvreux	Hausse	Général	X
20/01/04	Oddo	Hausse	Réaction contact	
27/01/04	BNP Paribas	Hausse	Général	
10/03/04	Exane	Hausse	Réaction résultat	X
11/03/04	BNP Paribas	Hausse	Réunion analystes	
11/03/04	Oddo	Hausse	Réunion analystes	
03/05/04	Exane	Baisse	Réaction contact	X
04/08/04	Oddo	Hausse	Preview CA	
06/08/04	Société Générale	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction CA	

08/09/04	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction résultat	
11/11/04	Société Générale	Hausse	Réaction info	
17/12/04	Oddo	Hausse	Général	
16/03/05	JP Morgan	Hausse	Réaction résultat	
16/03/05	Société Générale	Hausse	Réaction résultat	
21/09/05	Exane	Hausse	Réaction résultat	X
21/09/05	UBS	Hausse	Réaction résultat	
10/10/05	Lehman	Hausse	Général	
09/11/05	Exane	Hausse	Réaction CA	X
09/11/05	UBS	Hausse (<i>reprise média</i>)	Réaction CA	
19/12/05	Lehman	Hausse (<i>reprise média</i>)	Général	

Jacques-Olivier CHARRON

La relation entre estimation publique de la valeur fondamentale des sociétés cotées et évolution de leur cours : une contribution basée sur des études de cas

Résumé

L'efficacité fondamentale, i.e. l'efficacité comprise comme conformité de la valorisation par les marchés financiers à la valeur fondamentale des titres est *en tant que telle* peu testée. Notre recherche vise à renouveler ses modes de test en se basant sur une conception constructiviste de la valeur fondamentale. Ce renouvellement, axé sur l'adoption d'un point de vue d'investi, est mis en œuvre sur 4 cas de sociétés cotées françaises sur une période de 3 ans. La première partie de la thèse est consacrée à l'identification des acteurs les plus légitimés de ce type d'expression publique. Elle montre que ce sont les analystes financiers sell-side. La deuxième partie étudie la relation entre l'estimation publique de la valeur fondamentale par ces acteurs et l'évolution des cours. Elle aboutit au constat d'une estimation fortement dépendante de la dynamique du marché. La troisième partie apporte des éléments d'explication de ce constat en présentant sous la forme d'une configuration le mode d'interdépendance dans lequel s'inscrivent à la fois les analystes, les investisseurs et d'autres acteurs.

Mots-clés : valeur fondamentale, valorisation, efficacité, étude de cas, analyste financier, configuration.

Résumé en anglais

Fundamental efficiency, i.e. efficiency understood as the fact financial asset prices reflect their intrinsic value is *as such* rarely tested. Our research aims at a renewal of its test modes based on a constructivist conception of intrinsic value. This renewal, centered on an investee's point of view, is implemented on 4 cases of French listed firms on a 3-year period. The first part of the thesis is devoted to the identification of the most recognized actors of this kind of public expression. It shows these are the sell-side financial analysts. The second part studies the relationship between the public appraisal of intrinsic value by these actors and stock price changes. It establishes this appraisal heavily depends on market dynamics. The third part tries to explain this by displaying as a figuration the interdependence mode in which analysts, investors and other actors are all involved.

Key words: intrinsic value, valuation, efficiency, case study, financial analyst, figuration.