



La formation du jugement de l'analyste financier sell-side: La difficile réconciliation de la valeur fondamentale des titres avec leur valeur de marché

Isabelle Chambost

► To cite this version:

Isabelle Chambost. La formation du jugement de l'analyste financier sell-side: La difficile réconciliation de la valeur fondamentale des titres avec leur valeur de marché. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom, 2008. <halshs-00522456>

HAL Id: halshs-00522456

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00522456>

Submitted on 30 Sep 2010

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.

29° Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité

« La formation du jugement de l'analyste financier sell-side: La difficile réconciliation de la valeur fondamentale des titres avec leur valeur de marché »

Isabelle Chambost

CNAM - GREG – CRC, Chaire CFA

40 rue des jeûneurs

75 002 Paris

isabelle.chambost@cnam.fr

Résumé

La formation du jugement de l'analyste financier a été initialement appréhendée comme un processus intrapsychique de traitement de l'information. Progressivement les interactions de l'analyste avec les autres acteurs ont été intégrées, essentiellement considérées, cependant, comme des sources d'interférence. Or tenants institutionnels de la recherche de la valeur fondamentale des titres, les analystes financiers se doivent d'effectuer la réconciliation de cette dernière avec le cours boursier, résultante de l'opinion des autres acteurs du marché. Cette communication a vocation à analyser l'impact cognitif de cette difficile réconciliation. Le rapport au marché, et donc aux autres acteurs, interpénètre l'analyse des informations issues de l'économie réelle, notamment des informations comptables ou de nature environnementale, sociale et de gouvernance. Cette interpénétration se traduit au travers des cadres d'interprétation mobilisés et par l'analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers, que l'analyste se doit de réaliser.

Mots clés : analyste financier – formation du jugement – grounded theory – institutions cognitives – théories sociologiques néo-institutionnelles

Abstract

The sell-side financial analyst's judgment training was previously analysed as intra-psychic "data-processing". The interactions with others actors, has been progressively taken into account, most as interferences. Fundamental value's institutional agent, financial analysts have to reconcile it with market price. This paper tries to analyse the cognitive impact of this hard reconciliation. The financial market relationship, and then to others actors, is interdependent with real economic information's analysis, especially accounting, social and ecological ones. This independence is translated into interpretative frames and through the dynamical analysis of stock market price's evolution, the analyst has to do.

Key words : financial analyst – training of judgment – grounded theory – cognitive institutions – sociological new institutionalism

Interlocuteurs privilégiés des directions d'entreprises, les analystes financiers disposent de sources d'information qui confèrent à leurs travaux une attention particulière de la part de la communauté financière. Leurs analyses et leurs recommandations font l'objet de diffusions écrites et publiques. Ces analystes financiers, dits « sell-side », sont employés par les sociétés de courtage, qui réalisent les transactions pour le compte d'investisseurs, généralement des sociétés de gestion. Au sein des sociétés de courtage, les conclusions des analystes sell-side sont communiquées, sous une forme très concise, aux vendeurs, chargés de les diffuser aux clients actuels ou potentiels. Lorsqu'un intérêt est manifesté, les analystes sell-side présentent leur analyse au cours d'entretiens avec les gérants de fonds et/ou les analystes dits « buy-side », conseils de ces derniers.

La place occupée par ces analystes au sein de l'intermédiation financière leur confère une visibilité mais également une exposition très forte. Les analystes cristallisent l'intensité des soubresauts vécus par la communauté financière. La hausse des marchés financiers accompagne leur montée en puissance, les propulse à un rang inégalé de médiatisation et se traduit tant dans leur volume d'emploi que dans le montant de leurs rémunérations. Une contraction non anticipée de l'activité financière produit les effets inverses, avec le même mouvement amplificateur. Les avatars financiers de la nouvelle économie ont ainsi transformé les analystes financiers de « démiurges » en « acteurs sous influence » confrontés à des conflits d'intérêts ou mimétiques dans leur comportement (Sauviat, 2003).

Tenants institutionnels de la recherche de la valeur fondamentale des titres, les analystes financiers ont pour vocation d'analyser les informations issues de la « sphère réelle ». Parallèlement, des recherches en finance comportementale (Bikhchandani et Sharma 2001, Welch 2000) soulèvent la question des comportements mimétiques adoptés par les analystes, qui conduiraient ces derniers à mobiliser des informations issues des marchés financiers et à vider les cours boursiers de leur contenu informationnel.

Intégrée en tant que sources d'interférence, l'inscription sociale de l'analyste financier peut également être appréhendée comme un élément constitutif de la construction du jugement. Évalués à l'aune de leur capacité à appréhender l'évolution des cours boursiers, les analystes financiers se doivent d'effectuer la réconciliation entre la valeur fondamentale des titres et leur valeur de marché. Cette communication a vocation à analyser l'impact cognitif de cette difficile réconciliation en montrant comment le rapport au marché interpénètre l'analyse des informations issues de l'économie réelle.

La première partie de cette communication rappelle en quoi la recherche de la valeur fondamentale pose les fondements de la légitimité de ce métier en cours de professionnalisation et présente la méthode de recherche mise en œuvre au cours de la recherche doctorale, fondée sur la réalisation d'entretiens semi-directifs interprétés à l'aune de la « théorie enracinée » ou « grounded theory » (Glaser and Strauss, 1967). Les deux parties suivantes présentent les résultats de cette interprétation en essayant de montrer en quoi la formation du jugement de l'analyste financier ne peut se départir a minima d'une connaissance de cette « structure cognitive » que représente le marché financier (Orléan 2005).

La deuxième partie étudie ainsi comment les systèmes symboliques référents, de nature institutionnelle, participent à la modélisation opérée par l'analyste, « encadre son jugement » en lui donnant des repères sur les modalités d'intégration de l'information par le marché. Cette approche permet notamment d'analyser les modalités de sélection et d'interprétation, par les analystes, des informations de nature environnementale, sociale et de gouvernance ainsi que la manière dont les analystes financiers appréhendent les informations comptables et notamment l'adoption du référentiel des normes comptables internationales.

Dans la troisième partie, il sera analysé comment « au quotidien » l'analyste s'interroge sur les modalités, plus conjoncturelles, de sélection et d'interprétation des informations par le marché. « Ajustant » son jugement, ce dernier se trouve ainsi conduit à rechercher « ce que le marché pense » à une période donnée et « pourquoi il le pense ».

La connaissance du marché apparaît ainsi comme un élément fondamental dans la formation du jugement de l'analyste. Les liens établis avec les investisseurs constituent à cet égard un dispositif d'appréhension essentiel.

1. L'analyste financier, tenant institutionnel de la recherche de la « valeur fondamentale »

Il est dévolu aux analystes dits « sell-side » le rôle de diffuser à l'ensemble de la communauté financière le jugement qu'ils portent sur les sociétés cotées. La légitimité de cette profession en devenir se fonde notamment sur un certain degré d'expertise résultant de la mobilisation de connaissances académiques. La recherche dite « fondamentale » se distingue par une collecte

d'informations issues de l'économie réelle ainsi que par la mise en œuvre de méthodes d'évaluation adéquates. L'évaluation est ainsi censée s'opérer indépendamment des autres acteurs des marchés financiers et de la formation des cours boursiers.

1.1. La formation du jugement de l'analyste au cœur de sa légitimité

1.1.1. Un métier en cours de professionnalisation

Si l'analyse financière est pratiquée en France depuis le XIX^e siècle par des « ingénieurs conseil » ou des économistes, le métier d'analyste financier est beaucoup plus récent. Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les analystes étaient essentiellement employés dans les banques, où la partition organisationnelle entre les différentes activités d'analyse – analyse de crédits ou de titres versus marché primaire ou marché secondaire – n'était que rarement effective. Ce métier était, à cette période, largement considéré comme secondaire (Kirchhof-Masseron, 2007). Chez les agents de change, peu d'analystes étaient alors présents, comme le confirme un analyste sell-side interrogé sur ses débuts : « *Il y en avait quelques-uns chez les agents de change, mais très peu. Cholet était un exemple. On avait un bureau surdéveloppé. On était quatre analystes. À l'époque, c'était prodigieux.* » (AS19).

La transformation des charges d'agent de change en sociétés de courtage et la création des sociétés de gestion comme entités autonomes vont conduire à la structuration actuelle. Le métier d'analyste de titres sur le marché secondaire est alors identifié en tant que tel. Les analystes financiers sell-side, présents dans les sociétés de courtage, ont comme mission de diffuser leur recherche à l'ensemble de la communauté financière, tandis que les analystes buy-side travaillent exclusivement pour leur organisation d'appartenance, les sociétés de gestion. Cette activité d'analyse peut être également exercée, pour compte propre, par les gérants de portefeuille¹.

Ce métier s'inscrit progressivement dans un processus de professionnalisation tendant vers une reconnaissance juridique de la compétence professionnelle des analystes financiers (Abbott, 1988). La Société des Analystes financiers (SFAF) est à l'origine des référents déontologiques consignés dans le code afférent de 1992, réactualisé en 2002. Les textes réglementaires de ces dernières années ont fortement renforcé ces derniers aspects afin de faire face à de possibles remises en cause de la légitimité des analystes financiers (principalement sell-side). Ces règles ont été reprises par le règlement du Conseil des marchés

financiers de 2002, par le Code de bonne conduite de l'AFEI-FBF² ainsi que par le règlement de l'Autorité des marchés financiers, qui définit précisément, à partir de 2005, les conditions d'exercice de cette profession.

Mais la légitimité de l'analyste financier se fonde principalement sur l'expertise qui lui est dévolue par des instances économiques et sociales eu égard au rôle qui lui est assigné. En « digérant » un corpus important d'informations et en les transformant en recommandations, il opère la transformation d'un « capital intellectuel » en « capital économique ». Il assure la liaison et, plus largement, crédibilise la relation entre ceux qui ont besoin de capital et ceux qui le détiennent, en « absorbant l'incertitude » (Fogarty et Rogers, 2005, p.341).

Cette expertise lui permet de se distinguer d'autres professions. Les propos d'une analyste financière sell-side, relatifs à la communication financière d'un grand groupe, illustrent ainsi cet aspect : « *Ils réunissent analystes et journalistes, ce qui fausse un peu le jeu des questions-réponses. Ce n'est pas un jugement de ma part, mais on n'a pas les mêmes intérêts.* » (AS4D).

Si l'analyse d'une profession peut se réaliser par l'analyse de sa structure, Abbott (1988) s'intéresse plus particulièrement à la manière dont toute profession va asseoir sa légitimité sur une approche particulière du travail réalisé par ses membres.

1.1.2 Le primat de l'analyse fondamentale

Les travaux d'Abbott montrent comment les connaissances académiques peuvent s'articuler aux connaissances en action. Leur première fonction réside dans un apport de légitimité. L'expertise de l'analyste financier repose sur la référence à des connaissances académiques. Une césure est ainsi réalisée entre l'analyse fondamentale et l'analyse chartiste, césure marquée par le champ des informations mobilisées, dites « exogènes au marché » pour la première, et « endogène au marché » pour la seconde, dont les horizons temporels sont également censés être plus courts. L'analyse fondamentale dispose d'un ancrage théorique qui lui offre un support certes pratique, mais surtout, fortement symbolique (Arnold et Moizer, 1984 ; Abbott 1988).

C'est ainsi que la théorie financière pose les fondements de la recherche fondamentale sans toutefois apporter des solutions complètement opérationnelles. Mais deux autres fonctions sont également distinguées, celles de recherche et de référent, sources de « régénérescence », comme a pu l'être « la théorie du portefeuille ».

1.1.3 L'importance de la phase d'inférence

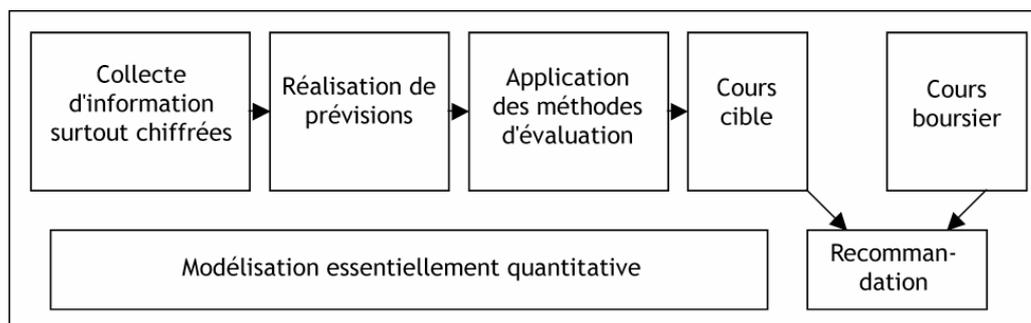
Abbott (1988) décompose le cœur de l'articulation entre professions et travail réalisé³ en trois grandes activités : le diagnostic, l'inférence et le traitement.

La phase de « diagnostic » réalisée par l'analyste est souvent présentée comme la phase de collecte et d'analyse des informations aux moyens de méthodes d'évaluation. Elle consiste à transformer le problème présenté en un problème pouvant être analysé en accord avec le système de connaissances développé par la profession. La phase de « traitement » se résumerait, pour l'analyste financier, au fait de poser une recommandation d'achat, de vente... La vulnérabilité d'une profession se mesurant, à la mesure des résultats, on pourrait en déduire un certain degré de fragilité des analystes.

Ces deux phases sont mises en relation par la phase « d'inférence », qui consiste à évaluer le problème et les différentes possibilités de traitement. Cœur de l'expertise, elle articule « le savoir formel et l'efficacité pratique, les connaissances abstraites et les procédures concrètes, les classifications légitimes et les actions professionnelles » et se révèle très difficilement cernable pour les personnes extérieures à la profession (Abbott, 1988, p.49-50). Pour l'analyste, elle consiste à articuler sa modélisation, qualitative et quantitative de la société, avec sa recommandation. L'analyste est censé pouvoir exposer sa démarche sans la rendre trop facilement reproductible.

L'analyste doit obéir à des règles de cohérence, qu'il respectera, le cas échéant, lors de la restitution de ses travaux. À partir des informations collectées, il réalise des prévisions chiffrées servant de base à l'application de méthodes d'évaluation. La confrontation du prix cible, issu de son modèle d'évaluation quantitative, au cours boursier conduit à la détermination de sa recommandation. Ces règles, qui transparaissent à la lecture des études, émanent de la conception théorique régissant le travail de l'analyste ainsi que de règles spécifiques à chaque bureau. La recommandation découle ainsi d'un certain écart relatif entre le prix cible et le cours boursier, qui varie selon les maisons de courtage.

Figure n°1 – Un processus statique de formation du jugement

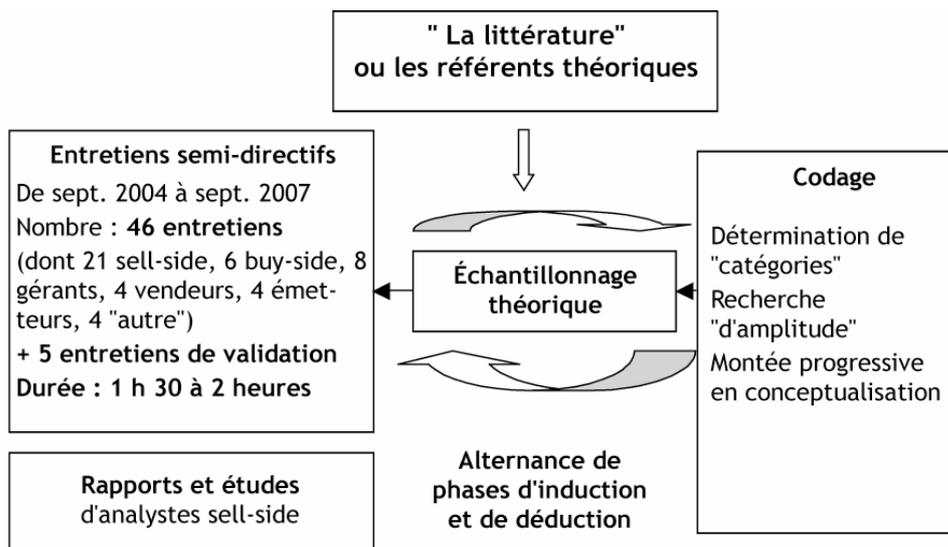


Cependant l'articulation entre ces différents éléments est rarement présentée par les analystes financiers en ces termes. La mise en œuvre d'une démarche interprétative fondée sur les principes de la théorie enracinée a ainsi permis de mettre en évidence des mécanismes plus complexes de formation du jugement de l'analyste et d'essayer d'appréhender cette fameuse phase d'inférence.

1.2. La mise en œuvre d'une démarche interprétative fondée sur la méthode de la « théorie enracinée »

Les modalités d'appréhension de la formation du jugement de l'analyste financier, réalisées essentiellement *in vitro* ou à partir de l'étude de bases de données ont conduit à orienter notre recherche réalisé dans un cadre doctoral, vers une approche interprétative, à visée compréhensive. La méthode de la Grounded Theory (Glaser et Strauss, 1967 ; Strauss et Corbin 1998), mise en œuvre essentiellement au travers de la réalisation d'entretiens, d'une durée oscillant entre une heure trente et deux heures, et de leur codage, offre l'opportunité de poser un autre regard, porté par les problématiques émergent des préoccupations des acteurs (cf. annexe 1).

Figure n°1 : Modalités de mise en œuvre de la théorie enracinée



Le processus de conceptualisation, structuré par l’alternance de phases d’induction et de déduction, s’est opéré par la mobilisation des cadres théoriques des théories sociologiques néo-institutionnalistes ainsi que de la sociologie économique. Le processus de formation du jugement est ainsi apparu comme encadré, mais non déterminé, par des pratiques institutionnalisées (Scott 2001). Sa finalisation s’opère par des ajustements faisant apparaître l’importance d’un certain encastrement relationnel (Granovetter 1985). Dans cette communication, ces deux aspects permettent d’analyser, sous son aspect cognitif, la relation de l’analyste au marché.

Les descriptions de processus de formation du jugement font en effet apparaître deux composantes. Une première composante relative à l’analyse de la société et de son secteur d’appartenance, inclut l’analyse de sa stratégie et de ses résultats. La seconde composante est relative à l’analyse de l’évolution du cours boursier, aspect considéré comme le plus difficile à acquérir du métier. Une analyste chevronnée présente cette partition de manière directe « *Vous avez un suivi d’analyste et vous avez l’autre versant de l’analyse que l’on apprend au fil du temps et parfois un peu durement, qui est l’anticipation des marchés* ».

Les analystes financiers sont ainsi conduits à devoir expliquer les écarts entre une valeur fondamentale antérieurement réalisée « en chambre » et un cours boursier fortement évolutif, voire à se « caler » sur ce dernier. Cette relation cognitive au marché se traduit ainsi par l’existence de systèmes symboliques institutionnalisés qui « guident » l’analyste dans

l'interprétation de l'information mais également par l'analyse en dynamique qu'effectuent les analystes de l'évolution des cours boursiers et qui nécessite l'établissement de certaines relations avec leurs clients.

Cette « descente vers le marché » est analysée par les acteurs comme résultant d'importantes évolutions organisationnelles, ayant conduit les analystes à devoir intensifier leurs relations avec les vendeurs et à devoir développer les relations commerciales avec leurs clients. Présentée institutionnellement comme un moyen de renforcer le contenu « fondamental » des cours boursiers, cette intensification est vécue par les analystes financiers de manière beaucoup plus ambiguë.

2. La référence à des systèmes symboliques institutionnalisés d'intégration de l'information

La réduction de la complexité opérée par l'analyste financier a été beaucoup étudiée au travers d'une approche quantifiée de la mesure, c'est-à-dire selon la manière dont un analyste va évaluer une société et déterminer un prix cible, grâce à l'information collectée ainsi qu'aux méthodes mobilisées. Cette approche suppose implicitement l'unicité du cadre d'interprétation et le positionnement dans un contexte de risque. En situation d'incertitude, il peut exister plusieurs modalités de construction d'assemblages différents. Le sens de l'information n'est pas donné. L'information doit être interprétée.

L'étude des processus mis en œuvre par les analystes fait ainsi apparaître l'existence d'outils, socialement construits, qui « balisent » ce travail d'interprétation en conduisant l'analyste à construire des similitudes, en rassemblant, en polarisant et donc en excluant, puis en comparant (Douglas, 2004). Les institutions opèrent ainsi une réduction de l'incertitude par un « encodage de l'information » en fournissant des classifications et donc des possibilités d'analogies « socialement valides » (Rivaud-Danset 1998, Douglas 2004).

Ce processus de catégorisation se décline tout au long du travail de l'analyste, en amont, lors du choix de couverture ou non de telle société, puis lors du processus d'évaluation. Ce processus, intervient alors sous deux aspects, sur la manière dont la société sera appréhendée ainsi qu'au regard des informations mobilisées. C'est ce dernier aspect que nous nous

proposons d'étudier eu égard à la difficulté pointée par les analystes financiers, de sélection de l'information qui pourra faire sens.

La détermination institutionnelle de ce processus de sélection est mise en exergue par Zajac et Westphal (2004). Ils étudient ainsi comment l'adoption des plans de stock-options a été diversement interprétée et valorisée par les marchés financiers. Plutôt négative dans les années soixante-dix, cette perception est devenue positive à partir du milieu des années quatre-vingt, en référence à l'interprétation donnée par la théorie de l'agence. Plus largement, la question des Investissements socialement responsables (ISR) fait transparaître, en creux, une partition entre informations financières et « extra-financières⁴».

L'analyse de l'information, au travers des structures interprétatives communément retenues, est également effectuée sur l'information comptable. Différentes recherches précédemment réalisées se sont interrogées sur une relative « méconnaissance » des processus comptables, jugée paradoxale au regard de l'importance des indicateurs quantitatifs retenus, notamment du bénéfice par action (Day 1986, Saghroun 2003) ou sur la non mise en œuvre de ces savoirs (Breton et Taffler 1995). Le changement de référentiel de normalisation, relatif à l'adoption des normes internationales, offre l'opportunité d'aborder différemment la manière dont les analystes portent leur regard et se réfèrent à ce type d'information.

2.1 Les informations considérées comme « intégrables ou non » par le marché : le cas des informations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG)

La pléthore d'informations est un phénomène couramment mentionné par les analystes sell-side des grandes maisons couvrant les grandes capitalisations, un peu moins marquée dans les autres cas. La recherche d'exhaustivité puis la sélection de l'information peuvent déjà faire l'objet d'un travail en soi, explique une analyste sell-side d'une grande maison : « *On a Reuters sous les yeux toute la journée, toute la journée. On a donc entre quatre et cinq heures d'absorption de l'information, de digestion de l'information, quelle qu'elle soit. Et par les filtres Internet, on a tous les journaux. On peut lire plein de choses différentes, le Canard enchaîné, la presse spécialisée...* » L'information donne lieu également à investigation, poursuit-elle : « *Il y a un côté Sherlock Holmes. Ça donne un analyste qui va à Moscou, qui travaille sur un autre secteur et qui revient en disant : " j'ai vu D., c'est le patron de T., avec tel mec (...). Dans l'avion Paris-Huston, vous êtes encadré par des gens qui bossent dans le*

domaine pétrolier (...). Et au dîner, la sœur du copain qui vous dit que... (...). Tout est source d'informations. » (AS12).

Spontanément, aucun analyste ne cite de catégories d'informations directement exclues ou rarement prises en compte. Or le développement actuel des investissements socialement responsables met spontanément en exergue les informations à caractère environnemental, social et de gouvernance. Il acte, de fait, une évolution dans leur prise en compte.

Ce phénomène illustre donc, en creux, l'exclusion opérée antérieurement de manière plus ou moins explicite. Les modalités de cette prise en compte sont cependant loin d'être tracées. L'intégration de ces informations a-t-elle vocation à être circonscrite à des portions ciblées de marché ou à être, et dans quelles mesures, généralisée ?

2.1.1 Une intégration circonscrite ou potentiellement généralisable

L'analyse de l'intégration de ces informations fait apparaître l'alternative d'une intégration circonscrite à certains acteurs, investisseurs et analystes, ou potentiellement généralisable à l'ensemble du marché financier.

Ces informations font l'objet, de la part des analystes sell-side non ISR, d'une attention qui demeure très relative, mais appelée à évoluer selon l'attention portée par les clients.

Interrogé sur ce sujet fin 2004, un analyste sell-side spécialisé sur le secteur des mines et de la sidérurgie répond : « *C'est une problématique importante sur mon secteur. Pour l'instant, on en tient compte d'un point de vue marketing. On organise des séminaires sur ce thème. Pour nous, c'est l'occasion de faire venir les clients et de " leverager " sur les commissions que l'on peut avoir de leur part. (IC : – L'idée, c'est que cela devienne une préoccupation pour vos clients ?) –Tout à fait. » (AS3).* Cette prise en compte par les clients est alors fonction, soit de leur préoccupation respective, soit de l'impact potentiel sur la valorisation traditionnelle. Au cours d'échanges sur la valorisation des entreprises de transport, un analyste sell-side déclare à ce sujet : « *Le développement durable est pris en compte par les fonds éthiques. Mais ce ne sont pas mes clients. Si, un jour, il y a une taxe pollueur, on s'y intéressera un peu plus. » (AS20).*

Les propos de cette analyste ouvrent sur la problématique du caractère « socialement responsables », destiné à qualifier des investissements susceptibles de n'intéresser qu'une catégorie circonscrite d'investisseurs, ou à être intégré, pour l'ensemble des titres, comme

critère d'appréhension des risques (Brito 2006, Azoulay et Zeller (2006)). « *Il y a deux écoles, répond à cette question un analyste sell-side spécialisé ISR. La vérité, aujourd'hui, c'est qu'il y a plutôt des gens spécialisés en buy-side et en sell-side. Nous, on a plutôt essayé l'intégration, faire en sorte que chaque analyste prenne en compte cet aspect-là.* » L'analyse présentée ci-après intègre ainsi deux niveaux, celui de l'appréhension par l'analyste sell-side ISR et celui relatif à la manière dont il conçoit la diffusion de son approche à ses collègues plus « traditionnels ».

2.1.2 De l'existence d'une traduction financière

La prise en compte de cette catégorie d'information apparaît dépendante de deux piliers structurels, intrinsèquement liés dans le cas de « l'ISR mainstream » : l'expression de besoins de la part des clients et la traduction financière de leurs impacts.

Pour les analystes « classiques », cette traduction financière s'opère essentiellement par une anticipation des risques, éventuellement par une analyse des opportunités. Si des difficultés de traitement des informations économiques, sociales et de Gouvernance (ESG) peuvent être invoquées par les analystes « classiques », la principale résistance réside, d'après l'analyste ISR, dans l'évolution des cadres de pensée.

L'argument de l'absence de référents opérationnels, gages d'un certain sérieux de la démarche, peut être brandi par les analystes traditionnels. Fin 2004, la responsable d'un bureau d'étude exprime son doute : « *Je ne sais pas s'il y a des échos là-dessus. Je m'y étais intéressée pour proposer une offre de publication dans ce domaine. Mais cela nécessiterait certains moyens. Tant qu'il n'y a pas de normes, de critères fixés, c'est plus du marketing qu'autre chose.* » (AS4). Outre la question de l'effet de mode, les analystes financiers affichent parfois un certain doute sur les pratiques des sociétés. « *La notion de développement durable dans le pétrole me fait rigoler. C'est exactement un développement non durable. Ce n'est pas une ressource infinie. Après, ils ont tous leurs affaires. Après, ils font un peu plus attention ou ils sous-traitent plus. Bon, je suis cynique car ils font un peu d'efforts.* » déclare un analyste sectoriel (AS2).

La fiabilité et l'homogénéité des informations sont effectivement citées, par les analystes ISR, comme une des difficultés rencontrées dans leur travail, comme l'explique l'un d'entre eux : « *Mon problème, c'est que le champ de l'information financière est très cadré, très homogène, de les descentes des comptes, qui sont homogènes d'un pays à l'autre, d'une*

société à l'autre d'un secteur à l'autre. Sur les aspects extra-financiers, on a de l'hétérogénéité de tous les côtés, du reporting des boîtes, d'un pays à l'autre, d'une réglementation à l'autre, des engagements volontaires. Et pour aider tout cela, une absence de moyens. Là où il faudrait 50 fois plus d'analystes, il y en a 300 fois moins ».

Cette recherche de traduction financière peut emprunter diverses voies. La mise en évidence d'une relation quantifiée entre la performance sociétale et la performance financière apparaît comme celle présentant le plus d'enjeux.

Cette traduction peut s'opérer par l'anticipation d'opportunités. *« La perception générale de la plupart des analystes, c'est que la construction environnementale et durable, c'est l'apanage de la communauté hippie. Alors que cela représente un marché de 600 milliards de dollars en Europe sur les cinq prochaines années »,* explique un analyste ISR.

Cette traduction peut aussi s'appréhender par la concrétisation de risques, aspect effectivement relevé par des analystes classiques, selon leur appartenance sectorielle. *« Le développement durable, c'est une problématique importante dans mon secteur, déclare l'un d'eux. Cela concerne les sociétés qui ont un héritage important, d'un point de vue industriel, et qui ont des sites qui ont été très polluants. »* (AS3). Un autre analyste sell-side mentionne : *« C'est comme Saint-Gobain et l'amiante. En un jour, Saint-Gobain a perdu 25 %. “ Ah oui ! au fait, on l'a mis dans le rapport annuel qu'il y a de l'amiante mais le risque est sous contrôle ”. Les analystes auraient pu prévoir, surtout les Américains, car ils avaient vu Ford en décembre (...) être attaqué sur les plaquettes de freins. »* (AS6). Malgré une comptabilisation sous forme de provisions, l'analyse demeure, de l'avis d'un analyste ISR, peu approfondie : *« L'analyste lambda, ces provisions pour risques, il ne va pas les regarder dans le détail (...). Il va regarder Areva, pour le démantèlement des installations nucléaires – enfin, ils les ont divisées par deux avec l'actualisation.(...) Et aussi l'amiante car il voit les procès s'accumuler. »* L'aspect réglementaire est ainsi clairement mis en évidence. *« Le chemin de la traduction financière des enjeux environnementaux, c'est la réglementation, ça c'est clair »,* déclare un analyste ISR.

Au regard de ce critère, les informations environnementales sont considérées comme les plus facilement intégrables par l'analyse classique. Selon la catégorie d'information, l'existence d'une telle traçabilité n'apparaît cependant pas toujours aussi nettement, et ce, malgré l'existence de réglementation. L'absence de modalités d'évaluation claires est ainsi le premier

argument invoqué pour expliquer l'absence de prise en compte des informations sociales. « *Vous connaissez S. ?*, demande un analyste sell-side spécialisé ISR. *J'aime bien travailler avec eux car ils ont une vraie vision de l'intérieur de la vision sociale. Mais ils font des commentaires, pourtant ce sont des experts-comptables, mais ils sont incapables de donner une évaluation. La traduction financière des aspects sociaux, c'est un graal hors d'atteinte.* » Cet argument est également mis en exergue par D'Arcimolles (1997), dont l'enquête, réalisée à ce sujet auprès d'analystes financiers, révèle des difficultés dans l'obtention de ces informations, dans l'appréciation de la rentabilité et des risques, dans la compréhension et l'analyse. Son enquête révèle également que si le bilan social est lu par la quasi-totalité des analystes interrogés, très peu l'utilisent⁵.

Le problème ne se situe cependant pas forcément dans l'absence d'une véritable traduction quantitative. L'intégration peut en effet se réaliser de manière plus qualitative. « *Le lien entre le financier et l'extra-financier, pour moi, personne ne le trouvera*, déclare un analyste ISR. *En Bourse, vous avez des sociétés qui ont un même PER mais qui ne sont pas valorisées de la même façon, car il y a des surcotes ou des sous-cotes, données à la qualité du dirigeant, qui sont de la pure perception* ». Lucas-Leclin (2006) décline également cette approche au travers du calcul du bêta, en mentionnant également cette modalité pour l'intégration de la qualité du management. Un analyste ISR souligne alors : « *Cela restera du domaine du qualitatif. La valorisation, c'est de la perception.* »

2.1.3 La construction de la perception

L'intégration des informations ESG nécessite, donc, en premier lieu, une modification de la perception et des structures de réflexion. A ce titre, La question de l'horizon temporel est particulièrement soulignée. « *L'idée*, explique un analyste ISR, *c'est que les analystes lèvent leur nez et qu'ils rallongent un peu leur horizon. C'est la principale résistance avec laquelle on doit composer aujourd'hui. Le court-termisme des salles de marché (...). La sécurité d'approvisionnement, c'est un enjeu de sécurité nationale. Ce n'est plus une vision de la planification à cinq ans mais à vingt ans. C'est intéressant, car cela donne aux investisseurs une visibilité très forte. C'est un bon exemple pour les analystes, vingt ans d'un côté, six mois de l'autre.* »

Cette question de la perception se pose avec d'autant plus d'acuité pour les informations sociales, tant par les analystes ISR que par les analystes traditionnels. « *Ça reste le parent*

pauvre, c'est clair », déclare un analyste ISR. Retenant la même formulation, Montagne et Sauviat (2000) soulignent la quasi-inexistence, de la part des analystes, de demandes d'informations relatives à la gestion sociale. À ce titre, elles citent, notamment, les résultats d'une enquête réalisée par Price Waterhouse en 1997 pointant le relatif désintérêt des analystes financiers vis-à-vis des données sociales. Cette situation peut également être illustrée par le fait qu'aucun des analystes rencontrés n'a cité, à titre d'interlocuteur, le responsable des ressources humaines. A contrario, comme le montre l'étude réalisée par Trébucq (2006), les indicateurs relatifs au « capital humain » ne sont délivrés par les entreprises du SBF 120 qu'avec parcimonie. Si la question de la visibilité se révèle incontournable pour une réelle prise en compte, comme le développent Hoarau et Teller (2001), les difficultés d'intégration résident dans les perceptions induites et les interprétations afférentes.

Une multiplicité des perceptions entre les différents acteurs du champ social, et donc une absence de référents est invoquée au niveau même de l'analyse ISR : « *On a du mal à faire une analyse de responsabilité. L'impact de la responsabilité dans les risques sociaux, c'est plus difficile. Les mêmes causes n'ont pas toujours les mêmes effets.(...) C'est plutôt une boîte responsable, qui anticipe sur un plan social et qui n'aura plus de licenciements, ou une boîte irresponsable ? Même les syndicats ne sont pas d'accord entre eux* », déclare un analyste sell-side ISR⁶.

En ce qui concerne les analystes classiques et plus globalement le marché financier, une résistance certaine est mentionnée face à ce type d'information. « *Avant, personne ne s'y intéressait*, déclare un gérant d'une grande société d'investissement. *On considèrerait même que cela se mariait mal. Il y avait une lecture, peut-être plus en France qu'ailleurs, car en France, il y a une grande opposition... C'est pour cela que l'on avait des fonds spécialement destinés.* » (G7).

Cette résistance peut se traduire par des modalités d'intégration très circonscrites et peu nuancées. L'emploi, concluent Montagne et Sauviat (2000), est d'abord vu comme « un coût », « une charge fixe » (p.80). Sur la question des licenciements, sur lesquels les travaux de recherche sont nuancés (Hubler et Schmidt, 1999), un analyste ISR apparaît plus tranché : « *On est quand même à une période où quand il y a réduction d'effectifs, le cours monte. L'inverse est rare* ». Hubler et Schmidt (1999) corroborent cette approche lorsque les licenciements sont associés à des restructurations⁷. La restructuration, et donc les

licenciements associés, explique un analyste sell-side classique, sont interprétés comme une « annonce d'intention ». « Le marché va se dire : “ tiens il se passe quelque chose ”. En général, c'est à ce moment-là que la société se met à monter. (...) Restructurer, ce n'est pas seulement virer des gens. (...) Et quand la mécanique se met en place, on sait que dans les process de restructuration, quand ils sont réussis, vous avez deux ans. C'est ma recette à moi, je sais que j'ai deux ans qui vont être bons. Après, vous avez une phase critique. » (AS7).

Les autres indicateurs sociaux apparaissent peu valorisés. À une question portant sur l'hypothèse de communication financière intégrant une baisse du turn-over ou de l'absentéisme, un analyste ISR répond : « Cela n'intéressera que les analystes ISR, c'est clair. Après, ce serait sur quel indicateur, sur quel périmètre, le problème des sous-traitants. Les problèmes sociaux, c'est vraiment c... C'est fastidieux, sans résultat. »

La question de la perception et de l'interprétation de ce type d'information, dans un contexte de développement des considérations ESG, permet de poser différemment la relation entre performance sociétale et performance financière. À un premier niveau, ces relations peuvent faire l'objet de recherches et de constats en soi. À un second niveau, cette relation peut être analysée sous l'angle de sa performativité. Gond (2006) propose ainsi une formalisation de la relation s'inscrivant dans une perspective d'institutionnalisation du marché de l'ISR. La validation de l'existence, ou non, de relations entre performance sociétale et performance financière peut être considérée comme un moyen d'alimenter des croyances, et de participer à l'autoréalisation des anticipations allant dans le sens validé.

2.2 L'appréhension du changement de référentiel comptable

Les objectifs, affichés par les tenants du nouveau référentiel, sont d'apporter une information plus approfondie, de meilleure qualité, et de faciliter les comparaisons entre sociétés soumises jusqu'alors à des référentiels nationaux différents. Destinées prioritairement aux actionnaires apporteurs de capitaux à risque⁸, les normes internationales devaient être, a priori, fortement attendues par les analystes financiers. L'intérêt modéré des analystes financiers à leur égard, que Saghroun (2003) avait mis en évidence lors de son étude réalisée sur le début de l'année 2002, évolue, sur la période fin 2004 - début 2005, vers l'expression de certaines craintes. Le retour à un intérêt modéré, mi-2006, met en évidence un centrage des préoccupations, plutôt sur la question du changement, que sur le nouveau référentiel en soi.

2.2.1 Vécu ex ante comme un risque de perte de « repères »

Avant le changement de référentiel, les analystes expriment des difficultés à appréhender les évolutions effectives, des incertitudes eu égard aux différentes options susceptibles d'être retenues par les sociétés, et, essentiellement, des craintes liées à des pertes de repères.

Au cours des entretiens réalisés sur la période fin 2004 - début 2005, aucun analyste ne s'est félicité d'une probable amélioration de la qualité de l'information financière. La question de l'opportunité d'un tel changement a plutôt été soulevée, comme le traduit cette responsable de bureau d'analyse : « *Personnellement, je pense que l'on va dans le sens de plus de contraintes, et trop d'informations peut nuire, au final, à la connaissance que l'on a de la société. Et je ne pense pas que cela améliore la lisibilité.* » (AS3).

Des impacts particuliers sont ponctuellement cités, au rang desquels, le plus souvent, l'évolution de la réglementation sur les goodwill et la disparition des amortissements afférents, ainsi que des impacts spécifiques aux secteurs couverts comme, par exemple, l'évolution de la comptabilisation des « marges arrières » dans le secteur de l'agro-alimentaire.

Mais globalement, les analystes expriment des difficultés d'appréhension des impacts sur les comptes. Des questionnements sur les politiques comptables et les marges de manœuvre des sociétés en la matière sont soulevés, renvoyant plus globalement à une certaine méfiance des analystes vis-à-vis de l'appréciation des choix comptables, conjuguée à une relative impuissance à les appréhender. « (Les normes internationales), *c'est de la daube. On est tributaire des sociétés et pour l'instant les sociétés ne disent pas grand-chose. La société déjà dans certains segments d'activité, elle peut tromper ses auditeurs. En termes d'analyse, ça va être le foutoir car l'impact sur les grandes masses va dépendre de la politique de la société par rapport aux IFRS.* » (AS6), déclare sans ambages un analyste sectoriel d'une grande maison. Ces propos se révèlent très proches de ceux d'un responsable de bureau d'analyse : « *Cela me laisse totalement froid. Ça va opacifier les comptes (...). Quand vous parlez aux auditeurs, ils vous le disent. Les latitudes demeurent. Elles ne sont plus là où elles étaient, mais elles demeurent.* » (AS5). Une analyste mid caps illustre concrètement un choix réalisé : « *Les bons ont déjà anticipé. Par exemple, P.. Les murs appartenaient à des particuliers et des institutionnels. Il y avait la possibilité de rachat au bout de vingt ans. En fait, ils l'ont annulée pour ne pas avoir à activer les murs.* » (AS17). La question de l'objectif

d'amélioration de la comparabilité est soulevée. « *Ces normes comptables sont présentées comme plus objectives mais, en fait, quand on rentre dans le détail, à peu près sur chaque poste de bilan, vous avez des options et des choix subjectifs à faire. Donc, soit les entreprises d'un même secteur prennent effectivement les mêmes choix, soit elles ne seront pas comparables...* fait remarquer un analyste membre de la commission IFRS de la SFAF (AS11).

L'absence relative de communication financière ressentie à ce sujet entretient un certain attentisme. « *C'est vrai que c'est flou. On sait à peu près les postes influencés, mais on a du mal à savoir avec quelle amplitude. Par exemple, pour tout ce qui est profits et pertes de change, les instruments de change vont être valorisés à la valeur du marché et les variations vont passer dans le compte de résultat. Donc, je sais que mon compte de résultat va être plus volatil qu'avant mais de combien ? Il peut y avoir les provisions pour retraite, mais là, les sociétés sont motus. De manière générale, les sociétés communiqueront au dernier moment pour 2005* », déplore un analyste du secteur pétrolier (AS13).

Le changement de référentiel comptable n'est donc pas appréhendé comme l'opportunité d'une amélioration de l'information communiquée. Les préoccupations des analystes se portent sur les répercussions effectives, liées à l'interprétation qui sera réalisée par les sociétés, auxquelles il revient, selon eux, de communiquer sur les impacts des nouvelles règles du jeu. « *Aujourd'hui, on change le système, c'est comme si on changeait le code de la route. Et le 1^{er} janvier, on va avoir des comptes qui auront une autre tête, il va falloir qu'on nous explique.* » (AS6).

Les principales préoccupations sont donc afférentes à la perte de repères, tant historiques que prospectifs.

Les changements risquent d'introduire une rupture au regard des données historiques « *Moi ce dont je me méfie c'est la revalorisation des actifs et les dépréciations. Je pense que c'est un changement de repère, donc un changement interne. Au final est-ce que cela va apporter quelque chose... ?* » (AS4) s'interroge la responsable d'un bureau d'analyse.

Par ailleurs, la mise en exergue d'une possible augmentation de la volatilité des comptes soulève suscité des interrogations sur la perte de repères à venir. À une question posée sur l'amélioration de l'information prospective, un analyste répondit : « *Moi, je me méfie. Les provisions de caractère général n'existent plus. Chez V., ils ne peuvent plus dire : "il y a un*

risque de guerre au Nigeria, on va provisionner ». Mais ils rebalancent cela sur autre chose. Il va falloir actualiser les parts de marchés. On est en train de passer d'une valeur d'acquisition à des valeurs de marchés et les valeurs de marché, on connaît. La valeur d'une société peut être sur ou sous-évaluée... » (AS6).

Résumant une opinion globalement critique, un analyste conclut en ces termes : *« Cela va rendre les résultats des sociétés très volatiles, donc peu prévisibles. Pendant un temps, cela va mettre les analystes sans aucun repère, car même s'il existe une obligation de publication d'un pro forma sur l'exercice 2004, il faut quand même un certain temps pour intégrer les nouveaux repères. » (AS14).*

2.2.2 Considéré, ex post, comme un « non-événement »

La position sur une éventuelle amélioration de l'information n'a guère évolué au cours des entretiens de 2006. La question posée sous une forme financière, un analyste sectoriel y répond implicitement en substance : *« C'est comme les IFRS dans la comptabilité. Est-ce que cela change la perception que l'on doit avoir de la valeur ou est-ce que cela ne devient pas plus de bruit autour du message ? » (AS15).* La seule avancée véritablement reconnue est celle relative à la communication d'indicateurs sectoriels, concernant plus particulièrement les petites et moyennes capitalisations, comme l'explique une analyste attachée à ce segment : *« On a plus d'information. Il est obligatoire d'avoir le chiffre d'affaires, le résultat décomposé par zone géographique et par secteur. Avant, ils ne voulaient pas le donner à cause de la concurrence. » (AS21).* Sur les autres modifications, les sentiments sont plus mitigés : *« C'est plus crédible sur la dette. Ça, ça me plaît bien. Il y a des choses que je continue à trouver conceptuellement monstrueuses. Les stock-options, ça ne passe pas. On peut refléter une dilution perpétuelle. Il y a d'autres moyens » (AS19),* exprime un analyste sectoriel au cours du seul dialogue réellement étayé sur le sujet.

L'absence de véritable changement prédomine. La première explication avancée a trait à l'existence d'impacts jugés relativement faibles sur les comptes : *« Ça n'a rien changé. Dans le pire des cas, ça a eu un impact sur les BPA de 5 %. Sinon les survaleurs étaient déjà retraitées. Dans les mids, c'était difficile d'avoir un résultat par division. On a un peu modifié notre grille »,* résume une analyste mid caps (AS17).

La seconde explication met en évidence les modalités d'adaptation aux changements de repères, par une modification des référents, en termes de mesure. *« Les nouvelles normes*

n'ont pratiquement rien changé. En fait, maintenant, on part des nouveaux montants et on déplace le curseur. On se dit que les entreprises peuvent s'endetter jusqu'à... », explique une analyste mid caps (AS21). Sur le même sujet relatif aux conséquences d'une augmentation de l'endettement facial d'un groupe du CAC 40, un analyste financier buy-side explique qu'il se fonde sur l'absence de modification de la note accordée par les organismes de notation financière.

Quelque peu cyniques, deux analystes « stars » considèrent que cette facilité d'adaptation est liée, pour l'un, à la portée relative des indicateurs comptables : *« On disait ça aussi à l'époque : "on va perdre nos repères". On va sur des bases un peu différentes qui vont modifier le curseur mais en dehors de cela. Les bénéfiques par action, ce n'est pas cela qui fait une idée. »* (AS18) et, pour l'autre, à la facilité de reconstruction des repères. *« Ça, les repères. Comme les gens ont des repères qui ont une durée de vie rétroactivité d'environ 12 mois. On leur donne un pro forma de l'an dernier et cela suffit. C'est triste, mais c'est comme cela. »* (AS19).

Les analystes financiers procèdent ainsi à une interprétation de l'information en référence à des règles et des repères établis. L'étude de ces règles, à l'occasion d'évolutions ou de changements marquants, a permis plus facilement d'évoquer ce construit, qui s'impose pour la grande majorité des acteurs et que d'autres tendent à faire évoluer. La question du rôle des analystes en la matière, est immanquablement soulevée, question que nous ne ferons qu'aborder en étudiant les travaux existants.

Zuckerman (1999) met en exergue le rôle de « critique » des analystes financiers. Instances de « légitimation » ou de « certification » vont alors jouer un rôle clé en tant qu'intermédiaires entre les acheteurs et les vendeurs de titres et se positionner en tant que « gardien » des structures sociales et cognitives, contribuant au maintien du « système ».

D'autres chercheurs mettent en avant la capacité des analystes à construire les grilles d'interprétation. Fogarty et Rogers (2005) semblent faire plutôt référence à leur influence, dans leur ensemble, rejoignant en cela l'analyse de Greenwood et *alii* (2000) sur le rôle des professions. Garud et Beunza (2005), dans la recherche qu'ils ont conduite sur l'étude de la valorisation de sociétés Internet, insistent plus particulièrement sur le rôle de l'analyste devenu « star ». Une articulation est ainsi réalisée entre l'émergence de nouvelles

interprétations, pouvant s'analyser comme un processus d'institutionnalisation et l'obtention d'un certain statut pour l'analyste. Un analyste « star » est ainsi reconnu capable, par ses prises de position, d'influencer les autres acteurs du marché. Ce phénomène de starification est notamment consacré par les « prix » octroyés aux analystes et organisés par la profession et/ou par les sociétés d'informations financières. Les différents acteurs rencontrés demeurent cependant circonspects sur l'origine de cette influence, résultante de la qualité intrinsèque du travail réalisé ou de l'importance de la société de courtage d'appartenance⁹.

Nos premières conclusions sur le rôle de l'analyste financier en tant « qu'entrepreneur institutionnel » sont plus modérées. Les processus de classification et d'interprétation résultent à notre sens d'une construction intégrant bien d'autres acteurs du marché, comme les clients des analystes financiers sell-side, analystes buy-side et gérants ou les sociétés couvertes. Les développements suivants montrent ainsi comment, « au quotidien », l'analyste financier sell-side opère une analyse des modalités d'interprétation de l'information par le marché et adopte un positionnement de confrontation ou d'adaptation.

3 Une modélisation articulée à une analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers

L'articulation entre modélisation et recommandation, articulant le diagnostic et le traitement, se situe au cœur de l'inférence (Abbott, 1988). Loin d'être un processus linéaire, elle se rapprocherait plutôt de la construction d'une mosaïque, comme le développent Moyes, Park et Williams (1996), à l'aide de touches très diverses voire éparses mais devant être restituées de manière précisément ajustée.

Les descriptions de processus de formation du jugement font plutôt apparaître deux composantes : une première composante relative à l'analyse du secteur et de la société à partir de ses résultats, sa stratégie, et une seconde composante d'analyse de l'évolution du cours, considéré comme l'aspect du métier le plus difficile à acquérir. « *C'est un travail très difficile car il met en harmonie une approche fondamentale assez poussée et une connaissance des informations de marché.* » conclut une analyste sectorielle (AS15).

La modélisation réalisée par l'analyste, qui intègre les orientations institutionnelles d'intégration de l'information précédemment décrites, se couple avec une analyse

conjoncturelle des modalités d'intégration des informations par le marché, en termes d'interprétation et de timing. La nécessité de cette analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers conduit alors l'analyste à adopter des postures relevant de l'adaptation ou de la confrontation à l'évolution du cours boursier.

3.1 À la recherche des modalités d'intégration de l'information par le marché

Cette appréhension et cette analyse de l'évolution des cours comprennent plusieurs angles différents, relatifs à « l'interprétation boursière » qui peut être donnée, à une information particulière ainsi qu'au « moment » où le « marché » est susceptible d'intégrer les informations.

3.1.1 L'interprétation de l'information

Le premier aspect porte donc sur la question de l'interprétation et du sens particulier qui peut être donné à une information. Les divergences d'interprétation évoquées sont analysées comme ayant pour origine des comportements particuliers spécifiques au monde financier, une cristallisation sur certains types d'informations, des difficultés de communication.

Les événements peuvent ainsi avoir un sens donné dans « l'économie réelle » qui peut différer du sens qui va leur être accordé sur les marchés financiers.

Une analyste sectorielle senior explique ainsi : « *Ce qui est important, c'est la traduction boursière (...). L'exemple que je donne toujours, c'est qu'une faillite est un signal d'achat en Bourse, car, qui dit faillite, dit que ça peut être racheté. Il faut pouvoir être schizophrène.* » (AS12). Un de ses collègues fournit l'exemple inverse : « *Des sociétés qui ont bien performé, au moment où elles vont publier leur résultat, on va dire : " ah ! on anticipait de très bons résultats, ils les ont publiés, qu'est-ce que l'on attend de plus ? Rien. Donc on vend ".* » (AS3). Il est ainsi possible d'aboutir à une situation paradoxale de deux sociétés situées dans le même secteur ainsi rapportée par un analyste du secteur considéré : « *Ce qui s'est passé en début d'année, c'est que les gens disent : " bon, j'en ai une qui a de très bons résultats mais qui ne pourra pas les améliorer ou pas beaucoup (...)" . Et puis vous avez l'autre, la mauvaise élève de la classe, qui est dans les pâquerettes, mais qui commence à donner des signes d'espoir. Les gens vont arbitrer l'une contre l'autre, vendre la bonne pour acheter la mauvaise en se disant qu'il y a un changement de statut.* » (AS7).

L'analyste peut également se retrouver confronté à de grands schémas de raisonnements récurrents, comme l'explique un analyste sectoriel : « *Dans le ciment, quand le cycle repart, dans l'esprit des gens, donc du marché, ce sont les pays émergents qui repartent en premier, donc ce sont les valeurs des pays émergents qui vont performer le mieux, même si, au final, l'analyse fondamentale prouve que, dans ce cycle, c'est L. ou H., son concurrent suisse, qui performera le mieux pour telles et telles raisons.* » (AS6).

Il peut se produire également une focalisation sur quelques éléments donnés qui vont donc prendre un sens particulier, eu égard au contexte. « *À partir du moment où vous sentez une décorrélation entre ce que cela vaut et ce que cela cote, quand vous voyez que l'on ne price que des bonnes nouvelles, c'est là où il faut se dire " attention "* » (AS15), explique un analyste sectoriel. Cette focalisation peut avoir lieu dans un sens positif ou négatif. À une question sur la définition du « sens boursier », un analyste sectoriel répond : « *C'est de comprendre aussi sur quels points les gens vont partir. Vous avez deux ou trois zones, deux ou trois points. Et vous savez, c'est comme lorsque les avions décrochent, cela fait " tut-tut-tut ". On le sent. Les analystes reviennent sur les mêmes questions.* » (AS19).

Ce problème de sens peut être amplifié par des phénomènes de communication, explique un des analystes sectoriels précédents : « *Exemple type : un dirigeant qui dit " cette année on va faire x %, entre x % et y % et après, il dit " plutôt y % ". Et après, il dit " on ne fera peut-être pas y % ". Et ensuite, cela se transforme en " depuis quand vous savez que cela ne va pas être y % ? " et, de manière subliminale, " Depuis quand vous mentez ?".* » (AS19).

L'analyste financier opère donc un travail qui consiste à chercher à comprendre comment les autres analystes et plus largement les autres acteurs vont interpréter des informations données. « *Il faut aller au-delà des résultats de la société. En fait, il faut comprendre ce que les gens vont croire ou pas. Il faut essayer de comprendre comment cela est perçu. À l'extrême, avec un même argument, on peut être à l'achat ou à la vente* », explique le responsable d'un bureau d'analyse (AS5).

3.1.2 Le timing de l'information et l'analyse des sources de volatilité des cours

Le deuxième aspect a trait au « timing » de l'intégration de l'information. Cette question se décline en plusieurs considérations : la question de l'intégration ou non de l'information

considérée, l'élément qui fera que cette information sera prise en compte, ainsi que les préoccupations à court terme du « marché », qui conduisent à mettre l'accent sur certaines informations particulières.

Une analyste sectorielle utilise cet argument pour expliquer le délaissement d'un de ses anciens secteurs de compétence : « *Les choix stratégiques, je les voyais trop vite. Je n'avais pas un bon timing. J'avais raison, mais j'avais raison trop tôt. Ce qui ne sert à rien. Enfin, ce n'est pas operating. (...) On peut avoir raison trop tôt, mais il faut quand même faire attention. Vous ne pouvez pas systématiquement... Vous sentez qu'il y a des timings de secteurs que vous maniez plus ou moins bien.* » (AS12).

La première question que se pose un analyste face à une information est de savoir si elle est déjà intégrée ou non par le marché. Les propos d'un analyste sectoriel sell-side illustrent ainsi ce jeu infiniment complexe d'interactions entre timing et interprétation de l'information : « *Ce qu'il faut essayer de savoir, c'est ce que le marché sait (...), et puis après, il y a ce que le marché sait, croit savoir et que, vous, vous savez vraiment. Et puis, il y a vous et les autres analystes qui oublient de savoir ou font semblant de savoir.* » (AS15).

L'analyste peut alors chercher à cerner le moment où une information donnera lieu à une prise de conscience officialisée par l'ensemble des autres acteurs. Un analyste sectoriel raconte ainsi : « *Dans mon secteur, les matières premières vont avoir un gros impact en 2005. Pour l'instant, les boîtes nous racontent toutes des c... en disant que pour 2004 il n'y a pas de problèmes et que pour 2005 on ne sait pas encore. Je pense qu'elles le savent. Personne n'a envie de tirer le premier et on vit un peu dans ce parigot où on sait, sans savoir, tout en sachant. Ça va décrocher, on ne saura pas pourquoi, car la veille il ne se sera rien passé et tout le monde va nous demander pourquoi ça baisse.* » (AS5). L'analyste cherche alors à saisir l'événement qui déclenchera l'évolution du cours. « *Il y a les « catalyistes », c'est à quel moment, c'est le petit élément qui fait que l'on va se rendre compte de ça. (...) On pense que le titre d'un constructeur va baisser ou monter car il va lancer des modèles qui vont marcher ou pas. On le sait, on le savait hier, on le saura demain. Pourquoi c'est après-demain, quand les immatriculations vont sortir pour le mois prochain, que le marché va se rendre compte de cela... La partie purement événementielle. Vous voyez, on est très loin du DCF* », constate un analyste sectoriel (AS5).

Enfin, le « marché » pourra avoir tendance à valoriser ou à déconsidérer certaines sociétés, selon certaines périodes ou certaines préoccupations, sources de volatilité des cours.

Un ancien analyste intervient, à la fois catégorique et goguenard, en faisant allusion à une période remarquable de la fin des années quatre-vingt-dix : « *L'analyste sell-side est obligé d'être dans le marché. Il ne peut pas dire : " Voilà, tout est trop cher, monsieur, je ne vous recommande rien aujourd'hui ". Car aujourd'hui, c'est demain, ça peut durer deux ans et le client, il est obligé d'avoir quelque chose en portefeuille (...).* » (ASG1).

Ce sentiment influence le fait de s'engager ou non dans des investissements, ainsi que l'horizon d'investissement. « *Quand un marché est de très bonne humeur, il investit sur quinze ans, quand il est de mauvaise humeur, il investit à deux jours en arrière. Il n'y a rien de plus volatile que l'horizon d'investissement* », répond ainsi un analyste sell-side à une question portant sur les difficultés rencontrées.

3.2 Entre adaptation et confrontation à l'évolution du cours boursier

Cette recherche de compréhension et d'analyse des mécanismes de formation de cours se répercute, s'articule, s'entremêle avec le processus d'évaluation à l'occasion notamment de deux éléments particulièrement saillants, l'analyse de l'information et la détermination de la recommandation. Selon les situations et les contraintes organisationnelles auxquelles l'analyste est soumis, ce dernier est amené à adopter différentes postures.

3.2.1 Lors de l'analyse de l'information

Il se produit un premier phénomène de confrontation pouvant aboutir à des révisions. « *Il y a une interaction en permanence. Imaginons que vous êtes négatif sur une société et qu'elle parte à la hausse de manière significative. Là, vous vous dites : " j'ai probablement raté quelque chose ". Ce que l'on fait, c'est que l'on révisé nos scénarios en permanence car le marché va nous envoyer des signaux* », explique un jeune analyste (AS13). Il se réalise ainsi des mouvements de va-et-vient entre évaluation et analyse de la formation des cours. *En permanence, vous êtes capable de dire si ça, le marché le sait ou ne le sait pas (...), et voilà ce que cela peut avoir comme impact* » explique un analyste sectoriel.

Ce travail ne se limite pas cependant à un simple « tri ». Le décryptage de l'origine des mouvements de cours permet de discerner, dans les mouvements de marché, ce qui relève

véritablement de l'évolution des fondamentaux, et de prendre ainsi position, comme l'énonce un analyste sectoriel « leader ». *« Le sens boursier, c'est être capable de passer au-dessus d'une information, de savoir ce qui n'est pas important. Le marché pense que c'est important mais ce n'est pas important. »* (AS19). L'analyste opère ainsi une analyse des informations issues du « marché » à l'aune de sa position « fondamentale ».

3.2.2 Lors de la détermination de la recommandation et du « prix cible »

Confronté à la volatilité des cours, l'analyste peut essayer d'en rechercher l'origine et de s'y « adapter » en amont. Cette gestion de l'adaptation s'opère également en « aval » lorsque confronté à un écart trop important entre son cours cible et l'évolution du cours boursier, l'analyste s'interroge sur la recherche d'éventuelles erreurs, l'attachement à ses convictions, le ralliement à la position majoritaire...

Un changement d'horizon temporel s'opère. D'une vision stratégique à moyen terme, l'analyste procède à un raccourcissement d'horizon, à l'aune de quelques mois. À une question portant sur l'articulation entre la vision stratégique d'une société et la recommandation boursière, un jeune analyste répondit : *« C'est toujours une adéquation entre le cours et la stratégie, mais il y a ce que l'on appelle le momentum. Comment cela se passe dans les douze mois à venir qui influence quand même beaucoup. Car, par définition, se projeter dans cinq ans, c'est plus difficile que de se projeter dans un an. Il y a une opinion de base et on va rajouter là-dessus la conjoncture à court terme. »* (IC : – Boursière ?) *« Réelle, entre guillemets, sur le secteur à court terme. »* Après s'être situé, dans un premier temps, au sein de l'économie réelle sur un horizon à court terme, cet analyste poursuit : *« Normalement, c'est indépendant (de l'état du marché boursier), mais c'est lié, en fait. Enfin, l'aspect valorisation va quand même dépendre du marché boursier. »*

Une adaptation en amont

Si l'analyste aborde l'évaluation à l'aune de sa « position fondamentale », il engage, en amont de ses recommandations, un repérage de thèmes qui, à « court terme », introduisent un angle d'analyse particulier des « fondamentaux », comme l'énonce une analyste sectorielle chevronnée : *« C'est une situation spéciale, quelque chose qui vous pousse car le marché a besoin de trouver toutes les valeurs sensibles à telle donnée (...). Il y a toujours un cross quelque part entre des considérations micro, comptables et des considérations thématiques. »* (AS12).

De ce croisement, opéré par confrontation entre une première analyse spécifique de la société et les « thèmes » ou les axes recherchés par le marché, résulte un choix. Ces propos sont illustrés de manière très concrète par un analyste sectoriel : « *Vous aimez bien BMW. Ça gère du cash, superbe marque, très contra-cyclique. Ça vend un tiers de son business aux Etats-Unis et tout le monde est burish sur le dollar. On pense que le dollar va se détériorer. Pousser BMW, ça va être violent. Vous pouvez vous amuser. Fondamentalement, les gens vont dire “ il a raison ”. Mais vous ne gagnerez aucun rond en poussant cela aujourd’hui.* » (AS18).

Selon l’appréciation à court terme du marché, certaines sociétés peuvent être plus ou moins mises en avant par l’analyste, procédé qui rappelle, en substance, l’exercice constant de mise en comparaison des différentes valeurs. Les thèmes mentionnés peuvent ainsi être très divers : le degré d’endettement, les offres publiques d’achat, la recherche de dividendes, les réactions à certains événements macro-économiques. Un analyste sectoriel d’environ six ans d’expérience explique son mode d’organisation en relation avec le mode « d’exposition » du secteur qu’il couvre : « *Le secteur de construction, c’est un secteur qualifié de less cyclical. Il commence à croître tard dans le cycle et à baisser tard dans le cycle également. C’est pourquoi, après le 11 septembre, la construction a continué à bien s’en tirer et, là, on a fait beaucoup d’événements marketings (...). En phase de redécollage économique, c’est plutôt les valeurs nouvelles technologies, électroniques, que l’on va jouer. Là, on fait un peu moins de bruit, on en profite pour développer des thèmes plus fouillés, comme l’impact du CO₂ sur le secteur.* » (AS6).

Ce choix ne s’opère pas forcément de manière aussi évidente. Il met en jeu notamment la force de conviction de l’analyste et sa capacité à apprécier son pouvoir de persuasion, tant au sein de l’organisation que vis-à-vis des clients. Une analyste plus jeune, spécialisée sur les moyennes capitalisations, présente ainsi concrètement son dilemme : « *Moi, je suis en train de travailler sur T.. Je trouve que c’est génial, mais mon vendeur français me dit que le marché n’est pas prêt (...). Je pense que je vais aller au-delà. Je lui en ai parlé vendredi et il m’a dit “ les gérants trouvent que c’est ci ou ça. Ça va être difficile à faire passer ”.* » (AS17). Un analyste « star » explique en termes plus directs : « *Je pars du principe que le marché est efficient. Mon boulot, c’est d’anticiper au-delà de l’effcience. Le marché vous dit quelque chose à l’instant t. Et je dis “ je suis d’accord avec cela ”. Je n’ose pas me mettre en face car je n’ai pas assez de biscuit. Ou alors, je me dis que le marché se plante complètement. Mais*

là, attention, vous êtes lâché, car si je me mets en face du marché, j'ai intérêt à avoir des arrières et bien mesurer le pour et le contre. » (AS18).

La difficile gestion d'écart persistants entre cours cibles et cours boursiers

Par la suite, l'analyste est confronté au problème récurrent de la gestion de l'écart entre le cours prévisionnel de l'analyste et le cours boursier. Ce problème est illustré par un analyste sectoriel, leader sur son secteur : *« Votre objectif est de 100. Le cours monte à 120, puis redescend à 80, puis remonte à 110 pour enfin se stabiliser à 100. C'est qui, le bon analyste ? C'est celui qui vous a dit 100 car cela vaut 100 ou c'est celui qui est passé à l'achat quand... Moi j'ai tendance à penser que c'est celui qui vous a dit que cela valait 100. Le vendeur, lui, il préfère... C'est net. » (AS19M).* Il apparaît ainsi des pressions organisationnelles provenant de vendeurs, ayant des objectifs et des horizons temporels souvent différents de ceux des analystes sell-side qui les jugent plus « court-termistes ».

Plus globalement, l'analyste doit se conformer à la politique en la matière de son bureau d'analyse. Cette politique se traduit par l'existence de règles tant statiques, sur un écart maximum entre le cours cible et le cours boursier à « l'instant t » que dynamiques, sur la durée pendant laquelle cet écart peut être maintenu. Ces règles procèdent d'un double statut, relevant à la fois de contraintes déontologiques (« compliance ») et de la « politique maison ».

L'écart entre le cours cible de l'analyste et l'évolution du cours de Bourse peut être jugé en tant que tel. Un analyste, qualifié sur son secteur d'analyste « star », précise : *« Si vous avez un écart très fort, en général c'est vu, par nos managements en interne dans les banques, comme suspect. Les banques les plus normalisées sont les banques anglo-saxonnes ; regardez les objectifs de cours, ce sont toujours des cours +15 %, vendeur, c'est cours de Bourse – 10 %. » (AS19).* Dans un contexte de volatilité des cours, ces règles, répondant à des contraintes déontologiques, créent pour les analystes financiers une sorte « d'injonction paradoxale ». Un analyste « star » d'une grande société de courtage aborde ainsi spontanément ce thème au début de l'entretien de manière relativement « enlevée » : *« Dans les grandes maisons, les règles de compliance sont 50 fois plus em... » (IC : – les règles de compliance ?) « La définition du target price. On a des corridors qui sont très étroits, dans une fourchette de 10 %. Et comme on ne peut pas changer de recommandations tous les 36 du mois dans des secteurs qui sont plus ou moins volatiles, ça peut poser des problèmes. Il a fallu expliquer comment, en l'espace de trois mois, on pouvait passer d'un target price de 32*

à 26,5 ou 27 alors que rien n'avait fondamentalement changé dans la boutique et que je ne changeais pas mes prévisions de résultats (...). Et ils refusent vos publications si vous ne rentrez pas dans la règle. Les changements de target price ne peuvent être que la conséquence d'une obligation légale à l'intérieur d'une maison et cela ne veut rien dire de plus. » (AS18).

Par ailleurs, le temps pendant lequel l'analyste pourra se permettre de maintenir un écart important entre sa position et l'évolution du cours boursier varie selon la « politique » du bureau d'analyse. Un analyste réputé au sein de son secteur explique ainsi : « *J'essaie d'avoir des cours très différents, mais si ça ne marche pas au bout d'un moment on vient me dire : " t'es gentil, mais ce n'est pas sérieux, il faut que tu t'adaptes " (...). Il y a un degré de souffrance à l'erreur qui est différent selon les maisons. Si vous avez tort, si vous dites, " c'est à l'achat " et que le titre baisse, il y a des maisons où on va vous le permettre six mois, d'autres, douze mois, d'autres où on dira : " il s'est planté, mais il est bon sur autre chose " . Et il y a des maisons où on change la reco. On met tout sur le tapis. » (AS19M).*

Toute la difficulté pour un analyste consiste à savoir apprécier et comprendre les écarts entre sa position et l'évolution des cours boursiers, les raisons de la persistance de l'éventuel écart, et le moment opportun où il faudra considérer que « le marché a raison », dimension normative maintes fois soulignée. Implicitement, le poids de la majorité l'emporte. À une question sur les erreurs à éviter, un analyste sell-side ancien dans le métier répond spontanément : « *Il y a une énorme erreur à éviter : penser que l'on a raison et que le marché a tort. C'est le péché originel de beaucoup de jeunes analystes. (...) Il faut avoir suffisamment d'humilité pour se dire que l'on s'est trompé car le marché voit les choses autrement. Pourquoi le marché voit les choses autrement ? Il faut sans cesse se remettre en question. » (AS2).*

3.2.3 Les postures susceptibles d'être adoptées

A la recherche d'un « Price target » ou d'une « fair value »

La prise en compte des « problématiques de marché » conduit à soulever la question de la conception de l'évaluation, abordée de manière récurrente par différents analystes : « *C'est la différence entre le prix et la valeur. Le prix d'un article n'est pas forcément sa valeur, ce*

n'est pas votre valeur. L'idée, ce serait de se corrélérer par rapport à une fair value, mais après ? », s'interroge, perplexe, un analyste sectoriel.

Les propos de ce responsable de bureau tranchent en faveur d'une conception qu'il considère comme imposée aux analystes financiers : « *Les analystes ne sont plus là seulement pour donner une « fair value » mais aussi un « price target ». Il y a une différence entre une valeur théorique dans une tour d'ivoire et un objectif de cours à l'instant t, qui prend plus en compte une donnée temps. On peut très bien considérer qu'une valeur vaut 50, aujourd'hui elle vaut 40, mais qu'elle va passer par 35 avant d'aller à 60. Car il y a un certain nombre de mauvaises nouvelles qui ne sont pas intégrées, qui sont sous-estimées, qui vont d'abord la faire baisser, même si, fondamentalement, je pense qu'elle peut valoir 50. Peut-être qu'une fois les mauvaises nouvelles éliminées, on passera par 50, on se stabilisera à 60 avant de redescendre.* » (AS5E).

Le marquage d'une césure distinguant deux formes de raisonnement, l'un fondamental, l'autre boursier a été évoqué pour aboutir à l'éventuelle solution exposée par un analyste en ces termes : « *J'ai fait partie d'un groupe de travail sur les systèmes de recommandation. On a ajouté un autre critère : la recommandation fondamentale. On pourra être positif en fondamental sur une société, car elle a des qualités, et être moins agressif au niveau boursier, car on pense que le moment n'est pas venu.* » (AS13).

Typologie des différentes postures

Plus largement, deux grandes postures d'analystes sont mises en avant, bordant un long continuum, articulant différentes considérations. Les critères départageant les pratiques sont illustrés et résumés avec plus de vigueur lors de comparaisons réalisées avec les pratiques outre-Atlantique, qu'au sein de l'Hexagone.

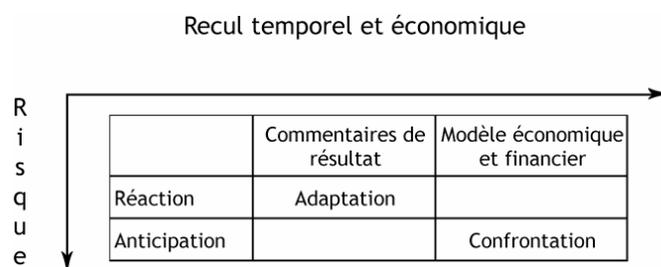
Le premier critère est fondé sur le degré de prise de recul temporelle et économique. « *Quand vous regardez les marchés les plus évolués, c'est-à-dire les marchés américains, les sell-side, honnêtement, c'est un peu des ânes. Ils sont là pour faire des chiffres. On attendait Q1, c'est sorti à Q1. Mais la vraie réflexion sur les modèles des sociétés, c'est plutôt chez les buy-side* », explique un analyste sectoriel d'une grande société de courtage (AS19). Cette opinion est fortement partagée par différents collègues « *Les Anglo-Saxons sont plus portés sur les chiffres. Ils sont très court terme (...). Sur certains de leurs rapports, vous allez vraiment vous ennuyer.(...) Les analystes comparent vraiment les résultats du premier semestre, du*

deuxième, du troisième et “ qu’est-ce que ça va faire au quatrième... ? ”. Nous, bon, on en était au semestriel...», raconte un analyste à propos de son expérience anglo-saxonne (AS9).

Un second critère est ensuite énoncé, lié au précédent, ayant trait au degré de « risque » pris par l’analyste, selon que ce dernier « accompagne » l’évolution du titre ou l’anticipe. « *Il y a des moutons de Panurge. La société fait de très bons chiffres, meilleurs que prévus, le cours monte, derrière ils vont passer positifs une fois l’histoire connue et le jour où il y a un profit warning, ils passent neutre ou négatif, et ils surfent sur la vague, jusqu’au jour où le patron de la boutique va dire “ dégagez, et je prends un autre à la place ”*, exprime sans ambages un analyste réputé dans son secteur (AS18), sous-tendant néanmoins le caractère peu durable de ces pratiques. Un de ses confrères affirme, un peu plus cynique : « *Le but de notre métier, c’est justement d’avoir des écarts (entre l’objectif de cours et le cours réel). Mais vous pouvez faire une très bonne carrière en suivant le consensus, en achetant ce qui est bien.* » (AS19).

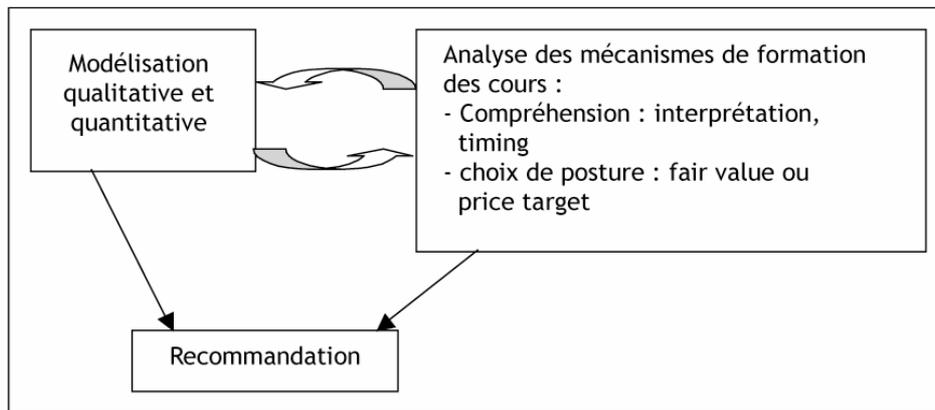
À partir de ces représentations, des postures de formation du jugement peuvent ainsi être caractérisées, conjuguant la position d’adaptation ou de confrontation au marché avec le type d’analyse opéré.

Figure n°2 – Postures de formation du jugement des analystes financiers sell-side



À la conception « statique » de la formulation de la recommandation, s’oppose une approche intégrant une conception « dynamique » de l’analyse des cours boursiers. L’analyste financier doit également analyser les modalités d’intégration des informations par le marché, selon le sens qui leur sera donné et le moment où elles ont été ou seront intégrées. L’analyste effectue cette analyse en amont de ses recommandations. Mais il se doit également de gérer la persistance d’un écart entre ses positions et les évolutions des cours boursiers. La difficulté de l’exercice est en effet accentuée par la perception d’une plus forte volatilité des cours.

Figure n°3 – Un processus dynamique de formation du jugement



Cette recherche d'appréhension de la formation des cours boursiers, non reconnue (ou développée), à notre connaissance, par la littérature académique, est également source d'avis divergents entre les professionnels du marché. Si une partition est communément réalisée entre l'analyste financier sell-side, puisant ses informations dans l'économie réelle, et les gérants apportant leur connaissance du marché, en pratique, ces champs d'analyse font ainsi l'objet de recouvrement. Les attentes formulées par les investisseurs à l'égard des analystes financiers se révèlent fortement empreintes d'ambiguïté.

Qu'est-ce qu'un « bon » analyste financier ?

Les attentes cognitives¹⁰ des investisseurs vis-à-vis des analystes financiers font l'objet de deux grands types d'approches, l'une de nature substantive, l'autre de nature plus procédurale, sans qu'il soit véritablement possible d'opérer une partition selon les styles de gestion.

Dans le premier cas, il est plutôt attendu de l'analyste une recommandation tranchée, étayée par des « idées » claires et concises, et corroborée par une évolution, à court terme, des cours boursiers. Une gérant d'une grande société de gestion exprime ainsi sans ambages : *« C'est la pertinence de la recommandation. C'est ce qui compte. On a tous un devoir de performance. Les gens qui vous ont fait faire de la contre-performance. (...), ça nous coûte trop cher, ça coûte trop cher au client. Certains prix sont ainsi discernés sur la pertinence de la recommandation et de la qualité d'anticipation du bénéfice par action.*

Dans le second cas, il est attendu de l'analyste une aide plus en « amont » dans le processus de la réflexion. Le rôle de l'analyste est alors plutôt un rôle de compréhension (de

fonctionnement du secteur ou de l'activité du groupe) et/ou un rôle de confrontation. C'est alors la capacité de l'analyste à savoir construire différents scénarii qui est valorisée. Cette approche n'est cependant pas toujours intégrée au sein des organisations d'appartenance, comme l'explique un analyste sell-side reconnu, d'une grande maison de courtage : « *Je perçois beaucoup plus de la part des clients des besoins de valider des hypothèses qu'ils pourraient formuler et finalement assez peu de recommandations, sur le thème " acheter, vendre..." (...). Chez nous, l'organisation du métier est encore très sacralisée autour de " c'est quoi, ta recommandation ? " (AS19M).*

Ce partage des rôles entre les analystes et les investisseurs renvoie, en fait, intrinsèquement à celui des responsabilités. Quel acteur, porte, in fine, la responsabilité d'une « mauvaise » recommandation ?

Conclusion

Si l'analyste financier puise sa légitimité dans la recherche qu'il effectue de la valeur fondamentale des titres, il apparaît que la formation de son jugement ne peut s'exonérer d'une analyse de la manière dont le marché est susceptible d'intégrer cette information.

Cette intégration s'opère à un niveau structurel et institutionnel dans le sens où « le marché » va donner à l'analyste des cadres d'interprétation que celui-ci appréhende de manière plus ou moins consciente. L'étude d'informations un peu particulières comme les informations qualifiées « d'extra-financières » ou de changements dans la nature des informations comme la mise en œuvre d'un nouveau référentiel comptable permet de mettre en évidence la recherche de repères qui structure la manière dont l'analyste va interpréter l'information.. De manière plus conjoncturelle, l'analyste essaie également d'ajuster son jugement en essayant de saisir les modalités d'interprétation et de timing. Diverses postures peuvent alors être mises en œuvre, s'échelonnant d'un positionnement d'adaptation à celui d'une confrontation.

« Le marché » agit alors comme une structure cognitive qui « encadre » la manière dont l'analyste forme son jugement et auprès laquelle l'analyste va également « ajuster » son analyse des informations. Les informations, en particulier les informations comptables, sont donc prises en compte au travers de représentations différentes de ceux qui élaborent les comptes.

L'appréhension du marché se révèle donc indispensable dans le processus de formation du jugement de l'analyste. Très polysémique, le terme de « marché » recouvre des acceptions très différentes selon les analystes financiers. Si les cours boursiers en sont une production tangible, le marché n'apparaît jamais comme une représentation stable, limpide et délimitée. La connaissance du marché provient des relations, formelles et informelles, que l'analyste a pu tisser avec les différents acteurs, vendeurs, gérants voire directions. Si le recours au consensus des analystes, voire à l'analyse technique constitue des outils d'approche conjoncturels, seules les relations permettent d'établir un ancrage structurel. Souvent considérée comme l'aspect le plus difficile du métier, la connaissance du marché représente une compétence centrale, qui s'acquiert avec l'expérience et par les contacts que l'analyste aura su développer.

Cette recherche contribue donc à souligner l'importance des relations que l'analyste saura développer avec ces clients, en soulignant à l'instar de Barker (1998), l'importance d'un marché « derrière les portes closes ». Elle s'inscrit également dans la lignée des recherches développées par Mottis et Zarlowski (2003) sur l'existence de relations d'influences réciproques entre les directions et les analystes financiers ou de celle d'Ortiz (2005) qui souligne l'imbrication des mécanismes de réflexion entre gérants et vendeurs dans le cadre d'une étude anthropologique réalisée au sein d'une société de courtage américaine.

Annexe 1

Synthèse des entretiens réalisés auprès des analystes financiers sell-side

| Date | N° (1) | N° Soc. (1) | Secteurs | Particularités | Age/ ancienneté(2) | Formation |
|----------|------------|-------------|---|-----------------|--------------------|--|
| 15/09/04 | 1AS | A | G2 Télécommunication | SFAF | 55/30 | DEUG de mathématiques |
| 17/09/04 | 2AS | B | A2 Oil gas | SFAF | 55/30 | Ingénieur |
| 23/09/04 | 3AS | C | A1 Mining, B4 Steel | | 30/7 | Ecole de commerce |
| 24/09/04 | 4AS | D | C1 Aéronautique, F3 Média, K (mid caps) | Direction/ SFAF | 35/11 | Ecole de commerce |
| 04/10/04 | 5AS | E | D1 automobile | SFAF/ Direction | 40-45/15 | Sciences politiques licence de chinois |
| 05/10/04 | 6AS | F | B2 Construction | | 30/5 | École de commerce |
| 08/10/04 | 7AS | G | F4 Service et K | SFAF | 45/6 | Sciences Po Bordeaux |

| | | | | | | |
|----------|------|---|--|-----------------------|----------|--|
| 11/10/04 | 8AS | H | D2 Luxe | | 30-35/10 | Ecole de commerce |
| 15/10/04 | 9AS | I | C3 Electronique Informatique, mid caps | Prix | 30/6 | « sur le tas » |
| 28/10/04 | 10AS | J | E2 Alimentaire, K mid caps | SFAF | 30-35/4 | Sciences Po |
| 08/11/04 | 11AS | K | K Mid caps | SFAF | 50/25 | Intec |
| 09/11/04 | 12AS | L | A2 Oil | SFAF | 50+/25 | Sciences Po |
| 11/11/04 | 13AS | M | A2 Oil | SFAF | 32/6 | Ecole de commerce |
| 20/02/05 | 14AS | N | G2 Télécommunication | | 45/5 | MSTCF puis BIPE |
| 18/01/05 | 22AS | O | Banque + immobilier | Devenu gérant | 45/20 | ESSEC |
| 19/07/06 | 15AS | Q | C Défense, télécoms... | | 40/12 | |
| 20/07/06 | 16AS | R | Mid caps | | 30/5 | Univ. Léonard de Vinci (gestion) |
| 28/07/06 | 17AS | L | Mid caps | Prix | 35/10 | DESS Banque finance Sorbonne Maîtrise économétrie |
| 04/09/06 | 18AS | S | D1 Automobile | Prix | 50/25 | « sur le tas« |
| 05/09/06 | 19AS | R | F3 Media | Prix | 45/20 | HEC |
| 25/09/06 | 20AS | T | Mid caps | Pas d'enregistrements | 30/5 | DESS finance |
| 15/09/06 | 21AS | V | | ISR | 45/18 | |

(1) codes retenus lors des citations d'extraits d'entretiens. (2) Indicatifs

Bibliographie

ABBOTT A. (1988), *The system of professions. An Essay on the Division of Expert Labor*, The University of Chicago Press.

ARNOLD J., MOIZER P. (1984), « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, été, op. 195-207.

AZOULAY O., ZELLER V. (2006), « SRI : Strategy of « niche » or « mainstream » ? », *Revue d'Economie financière*, n°85, Septembre, pp. 191-208.

BEUNZA D., GARUD R. (2005), « Securities Analysts as Frame-Makers », *Working Paper*, novembre.

BIKHCHANDANI S., SHARMA S. (2001), « Herd Behavior in Financial Markets », *International Monetary Fund*, vol. 47, n°3, pp. 279-310.

BRETON G., TAFFLER R. (1995), « Creative accounting and investment analyst response », *Accounting and Business Research*, 25, pp. 81-92.

- BRITO DE C. (2006), « ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre, pp. 151-170.
- DAY J.F.S. (1986), « The Use of Annual Reports by UK Investment Analyst », *Accounting and Business Research*, automne, pp. 295-307.
- DOUGLAS M. (2004), *Comment pensent les institutions ?*, La Découverte.
- FOGARTY T.J., ROGERS R.K. (2005), « Financial Analysts' Reports : An Extended Institutional Theory Evaluation », *Accounting Organizations and Society*, pp. 331-356.
- GLASER B., STRAUSS A. (1967), *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Aldine de Gruyter.
- GOND J.P. (2006), « Construire la relation (positive) entre performance sociétale et financière sur le marché de l'ISR : De la performance à l'autoréalisation ? » *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre, pp. 63-80.
- GRANOVETTER M. (2000/1985), « Action économique et structure sociale : le problème de l'encastrement », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 75-114; « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, pp. 481-510.
- GREENWOOD R., SUDBADY R., HININGS C.R. (2000), « Theorizing Change : the Role of Professional Associations in the Transformation of Institutionalized Fields » *Academy of Management Journal*, vol. 45, n°1, pp. 58-80.
- HOARAU C., TELLER R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert.
- HUBLER J., SCHMIDT G. (1999), « Les actionnaires, la valeur et le travail : une comparaison France-Etats-Unis », *Revue Française de Gestion*, nov-déc, pp. 153-166.
- KIRCHHOFF-MASSERON M.G. (2007), « Le métier d'analyste financier dans les banques 1960-1980 », *Working paper*.
- MONTAGNE S., SAUVIAT C. (2000), « L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises », *Institut de Recherches Economiques et Sociales*, n°42, mars.
- MOTTIS N., ZARLOWSKI P. (2003) « Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers » *Revue Française de Gestion*, n°147, pp. 161-172.
- MOYES G.D., PARK K., WILLIAMS P.A. (2001), « Factors Affecting Earnings Forecast Revisions for the Buy-Side and Sell-Side Analyst », *Accounting Horizons*, september, pp. 112-121.
- ORLEAN A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale », BOURGHELLE D., BRANDOUY O., GILLET R., ORLEAN A. (coord.), *Croyances, représentations collectives et finance*, Economica, pp. 21-39.
- ORTIZ H. (2005), « Evaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement », *Economie Rurale*, n°286-287, mars-juin, pp. 56-70.
- RIVAUD-DANSET D. (1998), « Le Traitement de l'incertitude en situation », *Institutions et Conventions, Raisons pratiques* n°9, Éditions EHESS, pp. 23-49.

SAGHROUN J. (2003), « Le résultat comptable : conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers », *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 9, vol. 2, pp. 84-108.

SAUVIAT C. (2003), « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n°146-147, pp. 21-41.

SCOTT R.W. (2001), *Institutions and Organizations*, Sage, 2^e édition.

STRAUSS A., CORBIN J. (1998), *Basics of Qualitative Research*, 2nd edition, Sage.

TREBUCQ S. (2006), « Capital humain et comptabilité sociétale : le cas de l'information volontaire des entreprises françaises du SBF 120 » *Comptabilité, Contrôle Audit*, tome 12, vol n°1, mai, p.103-124.

WELCH I. (2000), « Herding among Security Analysts », *Journal of financial Economics*, vol. 58, n°3, pp. 369-396.

ZAJAC E.J., WESTPHAL J.D. (2004), «The Social Construction of Market Value : Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions», *American Sociological Review*, vol. 69, pp. 433-457.

ZUCKERMAN E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analyst and Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n°5, mars, pp. 1398-1438.

¹ Qui représentent environ un tiers des membres de la Société Française des analystes financiers (SFAF) (cf. ci-après).

² Association Française des entreprises d'investissement – Fédération bancaire française. Ce code reprend la directive 2003/125/CE du 22/12/2003 sur « la présentation équitable des recommandations d'investissement ».

³ Il nomme ainsi ce lien « jurisdiction » (Abbott, 1988, p.20).

⁴ À notre sens, les informations appartenant au champ de l'ISR, dites « extra-financières » ne représentent pas l'ensemble des informations non financières. Cet aspect n'a pas donné lieu à une analyse en tant que telle, mais on peut citer, à titre d'informations non financières, les informations relatives aux modes d'organisation.

⁵ D'après les résultats de l'enquête, 93 % des analystes lisent le bilan social. La réalisation de ce dernier par entité juridique interroge sur la catégorie des sociétés couvertes. La structuration sous forme de groupe, d'un nombre important de sociétés cotées, laisserait supposer en effet que les analystes interrogés lisent les bilans sociaux de chacune des filiales.

⁶ Cf. la conclusion de Hubler (J.) et Schmidt (G.) (1999), où cette question est également évoquée.

⁷ Des nuances sont ainsi mentionnées entre des licenciements émanant de difficultés financières jugées irrémédiables et des licenciements annonceurs de bénéfices futurs.

⁸ Cadre conceptuel § 10, 12 et 14.

⁹ Nous avons qualifié de « star » les analystes rencontrés lorsqu'ils avaient été spontanément cités comme tels par plus de deux investisseurs (analystes buy-side ou gérants), utilisant des modes de gestion différents. Le fait d'avoir été primé n'est intervenu que comme critère secondaire.

¹⁰ Nous ne développerons pas ici l'importance unanimement reconnue des « services » rendus par les analystes financiers, notamment en termes d'organisation de road-shows avec le management des sociétés couvertes.