

# Vu d'en haut

Pierre-Yves Gauthier,  
fondateur d'AlphaValue

## “Il n'est pas exclu que cette crise impose une refonte plus profonde de l'analyse financière”

Sur le métier discuté de l'analyse financière, ce professionnel propose une démarche innovante : l'indépendance pure.



SICHOV / SIPA

“Notre élément le plus fort de différenciation est cette traçabilité dans tout le processus de fabrication d'un cours objectif et d'une recommandation”.

Par Patrick Arnoux

Franc-tireur dans un univers des plus convenus - l'analyse financière - cet ancien stratège d'Oddo qui a longtemps animé la recherche au Crédit Lyonnais met en oeuvre un business-model quasiment révolutionnaire dans cette spécialité. La confusion régnant dans la rémunération de ces prestations “gratuites”, certes, mais financées par une commission sur les transactions, écorche leur indépendance. Partant de ce constat, cet expert a monté avec deux amis - André

### La confusion dans la rémunération de ces prestations “gratuites”, certes, mais financées par une commission sur les transactions, écorche leur indépendance

Legrand et Christophe Rocca-Serra - une start-up en forme d'alternative : des analyses payantes grâce à un système d'abonnement afin de financer l'indépendance de la vingtaine de professionnels travaillant sous sa houlette. L'informatique, l'Internet... et la loi Tépà lui permettant de lever 2,5 millions sont les bonnes fées de cette aventure : une autre façon de faire de l'analyse financière.

L'analyse financière constitue un avis sur la valeur d'une entreprise, donné comme un conseil - ce mot “donné” est important -, donc apparemment accordé gracieusement par cet intermédiaire qu'est le broker - autrefois l'agent de change. L'idée est simple. En donnant ce conseil, le broker table sur une commission sur les transactions. C'est sa rémunération et son chiffre d'affaires : un frottement de quelques points de base sur les capitaux échangés. 99,9 % de l'activité d'analyse financière sur la planète sont calés sur ce modèle économique qui convient très bien à tout le monde puisqu'il résiste. Certes beaucoup expriment leur insatisfaction : entreprises doutant de la qualité d'analystes animés par le court terme, gérants confrontés à des produits trop standard,

*“En donnant ce conseil, le broker table sur une commission sur les transactions”*

offre excédentaire et inexploitable, produit inadapté au besoin du jour, etc. En fait, tout le problème réside dans cette gratuité. La recherche gratuite est une économie de l'offre, de déluge, d'abondance qui convient en principe au plus grand nombre. Elle est normée et n'est donc jamais parfaitement calée sur les attentes aussi diverses que conflictuelles des utilisateurs. C'est une industrie en excès d'offre quand les choses vont bien. Si les volumes de transaction sont importants (le propre de marchés haussiers), la rémunération des intermédiaires l'est également. La recherche “gratuite” est alors disponible pour tous et sur tout. Inversement, l'excédent d'analyse financière lié à ces phases haussières du marché disparaît aussi vite que les volumes reculent. C'est donc une offre notoirement cyclique.

#### Le modèle payant

Le modèle économique d'AlphaValue est différent car payant, puisque calé sur un modèle d'abonnement. Ce modèle existe de longue date. Mais il a deux faiblesses : la première, il y a un prix visible, celui de l'abonnement. La deuxième est qu'on ne peut croire que

par la vente d'un grand nombre d'abonnements. Il faut donc que le marché soit suffisamment profond et les prix raisonnables. A l'inverse, l'abonnement a un atout incontestable : il est bien le seul gage d'indépendance, puisqu'il n'a strictement aucune sensibilité à l'activité des clients investisseurs. Qu'ils vendent ou achètent est complètement indifférent sur la rémunération de nos prestations. Beaucoup de gens se sont interrogés sur la pertinence des recommandations boursières, toujours trop positives, et ont réfléchi aux vertus de la recherche indépendante et de la recherche à prix fixe. Aux Etats-Unis, la période qui a suivi la bulle Internet a connu une phase de refonte avec une disposition forçant les grandes banques d'affaires américaines à subventionner la recherche indépendante. Celle-ci a donc fleuri dans une économie parfaitement instable, puisque dépendant en fait de subventions. Ces subventions se terminent cette année. Simultanément, en Angleterre, en France, en Allemagne, il y a eu autant de réflexions pour encourager cette indépendance. Avec un schéma réglementaire plus favorable, les rè-

*“L'abonnement a un atout incontestable : il est bien le seul gage d'indépendance”*

gles MiFID, qui disent en substance - et à l'échelle européenne cette fois-ci : Messieurs les consommateurs d'analyse financière, déterminez vos besoins, déterminez ce que vous êtes prêts à payer pour satisfaire ces besoins, clarifiez vos relations avec vos fournisseurs de façon à ne régler que ce que vous consommez, protégez vos mandats.

De fait au travers de la commission, la filière de la gestion s'est habituée à régler deux prestations dans le courtage : une prestation “d'exécution” où l'ordre passe en Bourse et une prestation de conseil, émanant entre autres de l'analyse financière. La nouvelle réglementation européenne impose un travail de détricotage complexe où les éléments factuels d'un jugement sont peu nombreux. Comment déterminer que la recherche de telle “investment bank” amé-

ricaine est supérieure à celle d'une Société Générale, d'une Deutsche Bank ou d'un Crédit Suisse ?

Je suis persuadé que le modèle traditionnel du courtage restera largement dominant car il est “indolore”. Les indépendants en matière de recherche représentent aujourd'hui une somme de “boutiques” où se retrouvent des expertises diverses : on sait bien que dans toute industrie se trouvent des niches profitables. C'est le territoire natu-

*“Beaucoup de gens se sont interrogés sur la pertinence des recommandations boursières et ont réfléchi aux vertus de la recherche indépendante et de la recherche à prix fixe”*

rel de la recherche indépendante. Par construction, cette dernière n'occupe guère le terrain de la recherche plus générale, même s'il n'est pas exclu que cette crise exceptionnelle impose une refonte plus profonde de l'analyse financière, mais sur des séquences de temps qui se calculent en années : la réglementation des marchés financiers avance lentement d'une part, les modèles en place de relation entre clients-fournisseurs sont largement pertinents d'autre part.

#### La méthode AlphaValue

L'analyse financière, c'est imaginer l'entreprise pour essayer de définir sa valeur demain. Et il y a nombre de façons d'arriver à cette notion de valeur, mais le plus généralement cela passe par une boîte

*“L'analyse financière, c'est imaginer l'entreprise pour essayer de définir sa valeur demain”*

noire. L'analyste conclut : je pense que Saint-Gobain vaut 45. Il a ses outils, sa machinerie, inaccessibles sauf à demander ses feuilles de calcul. Nous différons en ce que nous mettons à plat toutes les séquences de calcul et notamment de valorisation. Les 45 sur Saint-

Gobain sont explicables pas à pas, toutes les étapes sont disponibles, ce sont d'ailleurs les mêmes étapes quelle que soit la valeur, Renault ou Porsche. Tous les éléments d'argumentation sont disponibles car l'exercice est d'une transparence absolue. Si un analyste décide que dans une comparaison entre Saint-Gobain et Lafarge, il accorde ce qu'on appelle une prime à Saint-Gobain, les conditions de ce calcul se voient très clairement. Voilà, notre élément le plus fort de différenciation est cette traçabilité dans tout le processus de fabrication d'un cours objectif et d'une recommandation.

## "Sell-side" ou "buy-side"

L'analyse financière a son vocabulaire pour déterminer des rôles complémentaires dans une chaîne décisionnelle. Ainsi les institutionnels, comme par exemple les groupes d'assurances, sont qualifiés de "buy-side", car ils achètent de la matière analytique et prennent le temps de l'interpréter ou de lui ajouter des nouvelles couches de valeur ajoutée. Et du côté des "sell-side", soit les vendeurs d'analyse financière, le temps de l'investigation, indispensable dans

*"L'analyste "sell side"  
mobilise son expérience  
pour donner du sens à l'information"*

le métier classique, est en réalité très faible car l'analyste financier est censé donner une interprétation rapide à toute nouvelle récente. Quand on se trouve dans une logique de courtage, il y a une valeur temps à être le premier à donner une interprétation et une conclusion sur une information concernant une entreprise. L'analyste "sell side" mobilise son expérience pour donner du sens à l'information. Parfois, mieux vaudrait qu'il ait en plus le temps de l'investigation. Las, ce n'est guère de sa faute, le modèle économique ne s'y prête pas.

## La dimension psychologique

Dans l'analyse financière, la dimension psychologique est un facteur déterminant. Les modélisations sophistiquées ne peuvent remplacer une bonne compréhension des hommes dans l'entreprise et des hommes qui font les prix dans les marchés. Il n'a pas de modèle pour répondre à des questions comme : Que va faire le management de Saint-Gobain par rapport à Wendel ? Est-ce que la stratégie de la famille Wendel est une stratégie coordonnée ? Quel niveau de risque est-elle prête à accepter ? Ce sont ces éléments qui donnent leur sens aux chiffres, ici à la capacité d'absorption d'une mauvaise passe. De fait, l'analyste utilise beaucoup son expérience pour donner du sens à un déluge de chiffres. Si on vous donne les près de 500 pages du document de référence d'Axa, avec toute la meilleure volonté du monde, il est très difficile de s'y retrouver, sans savoir ce que l'on

*"Les modélisations sophistiquées ne peuvent  
remplacer une bonne compréhension des hommes  
dans l'entreprise et des hommes qui font les prix  
dans les marchés"*

cherche. Il faut donc de l'expérience, mais aussi du bon sens, une bonne culture des entreprises. Inversement il n'y a que très rarement des problèmes majeurs de compréhension technique, à l'exception sans doute des valeurs de bio technologie. En revanche, ce métier a un biais positif bien connu. Pas uniquement parce que les recommandations d'achat génèrent plus de commissions. Les analystes financiers travaillant constamment sur la valeur future des fonds propres de l'entreprise sont des experts qui structurellement rêvent d'un lendemain positif. Leur mental, c'est : demain sera toujours mieux. Le monde des actions est par essence enthousiaste, sans quoi il n'y aurait aucune logique à s'exposer au risque de tout perdre ! C'est une différence fondamentale avec les analystes crédit dont le mandat est d'imaginer le pire.

## La crise

L'horreur reste devant nous en termes macroéconomiques. Mais les marchés ont tendance à anticiper, aussi une large partie de cette exceptionnelle crise économique est "dans les cours". Traditionnellement, je suis un peu trop optimiste - on ne peut être entrepreneur

*"L'horreur reste devant nous  
en termes macroéconomiques"*

sans l'être un peu - mais très franchement, je suis effaré par la vitesse de dégradation du monde réel, dans des proportions dépassant l'entendement. La réaction du monde industriel nous a beaucoup troublés. En définitive les entreprises ont trop attendu pour ensuite opter pour une logique du pire au 4<sup>e</sup> trimestre 2008, sur le mode du "le monde s'est arrêté, je garde ma trésorerie, je ferme les écou-

tilles". Si cela fait sens individuellement, collectivement c'est une catastrophe. Cette peur est effrayante et "autoréalisatrice". Les entreprises ont été myopes alors qu'elles sont, autant que la planète financière, à l'origine de la crise. Autre absurdité, les dirigeants dont la rémunération justifie une capacité à prendre des risques se comportent comme les plus conservateurs des dirigeants de banque. Ce qui ne correspond guère aux mandats donnés par les actionnaires : prendre l'initiative pour aller chercher les marchés de demain. Il y en aura, car des chocs comme celui-ci ouvrent de nombreuses opportunités. Globalement, le manque de préparation des dirigeants sur une crise évidente depuis l'été 2007 est un élément qui justifie l'inquiétude des actionnaires et des gens ordinaires.

## L'évolution de la demande

La demande a énormément évolué puisque l'acheteur naturel de l'analyse financière est le gestionnaire d'actifs. Or la demande était très locale jusqu'à la fin des années 80. Puis arrive l'ouverture européenne, sous toutes ses formes. Les banques d'affaires américaines s'invitent dans cet espace élargi. A ce moment-là, tous les praticiens en arrivent à la même conclusion : on ne regarde plus les choses dans une logique pays, place à la vision sectorielle, si néces-

*"On ne regarde plus  
les choses dans une logique pays,  
place à la vision sectorielle"*

saire sur plusieurs pays. Parallèlement le jeu des acquisitions-consolidations aboutit à des groupes paneuropéens, puis mondiaux, et la demande des gestionnaires évolue dans le même sens : plus de connaissance multi-géographique. Et les gestionnaires eux-mêmes croissent très vite, par agrégations successives.

Cette massification des grandes entités de gestion est un facteur important, puisqu'elle a provoqué le développement d'une recherche "buy-side", c'est-à-dire interne, en phase avec les exigences internes. Ces équipes ont pour mission d'aller chercher de l'information que ne fourniraient pas les brokers. Ou de discuter avec ces derniers pour compléter ou interpréter l'information. De fait quand les marchés montent et que les brokers sont riches, ils fournissent des informations de plus en plus fines parce que les budgets consacrés à la recherche deviennent considérables. Jusqu'à l'absurde parfois. De leur côté, les clients et les gérants eux-mêmes devenant de plus en plus exigeants, ils ont mis en face de ces experts des... experts internes tout aussi compétents, les buy side évoqués précédemment. Le résultat de cette hyper-expertise est sans doute décevant car ces

*"Cette demande des hedge-funds  
est le premier exemple d'une recherche  
financière dirigée par l'utilisateur"*

travaux sont trop pointus par rapport à l'usage qu'on pouvait en faire. Dernière étape : les hedge-funds. Ils ont provoqué une autre forme de consolidation de la recherche, sensiblement plus axée sur la compréhension des mécanismes juridiques et de la hiérarchie des apporteurs de capitaux : comment se déclenchent les jeux de pouvoir dans une entreprise ? Sur des mécanismes de refinancement, est-ce que la dette va poser problème ? Ces hedge-funds "consomment" un mode d'analyse financière très différent des besoins qu'exprimaient traditionnellement les grands institutionnels. Cette demande des hedge-funds a effectivement été un choc pour le métier, parce que ces clients rémunéraient - jusqu'à très récemment - très richement les brokers pour des informations ciblées. C'est le premier exemple d'une recherche financière dirigée par l'utilisateur : elle s'entend alors comme un produit sur mesure.

## La révolution Internet

Historiquement, l'analyste travaille sur sa feuille de calcul puis rédige tout en restant très attaché au papier. Ses "notes" se sont raccourcies, mais il y a peu, elles pouvaient faire 150 pages. Ces travaux énormes vieillissent très mal en général. Analystes comme consommateurs d'analyse financière restent complètement dominés par le papier : c'est la seule forme facile de diffusion qu'on ait pu trouver, y compris sous forme de "papier virtuel", en PDF. Inconvénient de taille : le papier ne permet aucune interaction. C'est le gros avantage d'Internet à nos yeux. Si le format de l'étude est conçu pour tirer parti de la fluidité de l'Internet, les gains en matière de circulation dans les idées sont extraordinaires. Ce plus est condi-

*"Le papier ne permet aucune interaction (...)  
grâce à Internet, le lien est instantané,  
quand on est sur Wendel, on clique sur  
Saint-Gobain ou... sur Bureau Veritas"*

tionné à une rédaction originelle pour Internet, ce que n'offrent pas les PDF des originaux "papier". Internet est un média formidable, vous sautez d'une idée à l'autre sans le moindre frein. C'est stupéfiant. Prenons un exemple comme le cas Wendel-Saint-Gobain. En papier/PDF, le lecteur se bat avec deux études de formats différents, des cours non comparables, des analyses parfois contra-



"La crise confère un éclairage inattendu et violent des normes IFRS. En clair, l'analyse financière a un bel avenir devant elle."

dictoires. Chez Alpha Value, grâce à Internet, le lien est instantané, quand on est sur Wendel, on clique sur Saint-Gobain ou... sur Bureau Veritas ; quand on est sur Saint-Gobain, on voit que Wendel est actionnaire ; quand on veut regarder les variations ou les corrélations entre ces deux valeurs, le résultat est instantané. Cela change radicalement la vision que l'on peut avoir d'un titre. Comme toujours, dans une innovation, on court le risque d'être un peu en avance par rapport à ce que peuvent consommer les gens. Bien que nous n'ayons pas encore réalisé 20 % de ce que nous voulons faire car c'est, en pratique, extraordinairement complexe. Rappelons par exemple que les sociétés peuvent publier leurs comptes dans une devise qui n'est peut-être pas la devise de cotation, avec des dividendes dans une troisième devise, que les comptes trimestriels ont des contenus extrêmement inégaux, alors que le lecteur attend naturellement des chiffres comparables.

## Retour d'expérience

Pour nos analystes, le rythme est différent avec 25 valeurs suivies par chacun de nos 22 analystes. Ces niveaux élevés sont possibles grâce à la puissance des outils mis à leur disposition. Le bénéfice d'une couverture large est d'ouvrir l'horizon et donc la qualité de la réflexion. Nous avons beaucoup appris de la comparaison de sociétés très différentes dans leurs choix de présentation. A dire vrai, nous avons même été assez étonnés par la diversité de traitement de sujets complexes dans les notes aux comptes. Sans même parler des valeurs financières, quand on compare les notes aux comp-

*"Ce ne sont pas les normes  
qui posent problème, mais le niveau de détail  
et la différence de clarté sur certains sujets"*

tes d'une société de distribution anglaise par rapport à celles d'une société de distribution allemande, puis celles d'une française... il y a de quoi rester perplexe. Ce ne sont pas les normes qui posent problème, mais le niveau de détail et la différence de clarté sur certains sujets. Les normes IFRS ont introduit un large degré de liberté et de responsabilité des dirigeants en matière d'information financière. Les entreprises ont encore du mal à prendre toute la mesure de cette responsabilisation vers plus de réalité économique et plus de respect des actionnaires ; en outre certaines des normes IFRS ne sont pas encore stabilisées dans leur interprétation. Et la crise leur confère un éclairage inattendu et violent. En clair, l'analyse financière a un bel avenir devant elle.

## Bio express

### Analyste hors normes



Depuis son passage à l'EM Lyon et son Mba de l'université York de Toronto, ce juste quinquagénaire a enrichi sa science de l'analyse financière dans une douzaine de sites prestigieux, ceux de Paribas, Natwest securities,

Goldman Sachs, le Crédit Lyonnais, avant de devenir "head of strategies" chez Oddo Securities avec, notamment, la responsabilité de l'animation des idées, structure des études et recommandations (50 analystes) et celle du département "Recherche Dérivés & Convertibles" et Recherche Chartiste, membre du Comité de Management Equity (4 personnes) pour l'animation des 200 personnes du pôle Oddo Equities. Avant de créer l'agence indépendante d'analyse sur un business model radicalement différent, Alpha Value.

P.A.

## CHIFFRES CLES

**Expertise :** 22 analystes (20 ans d'expérience en moyenne) dont 16 à Paris, 5 à Francfort et 1 à Lyon

**Couverture :** 500 valeurs sur 130 secteurs et 17 pays