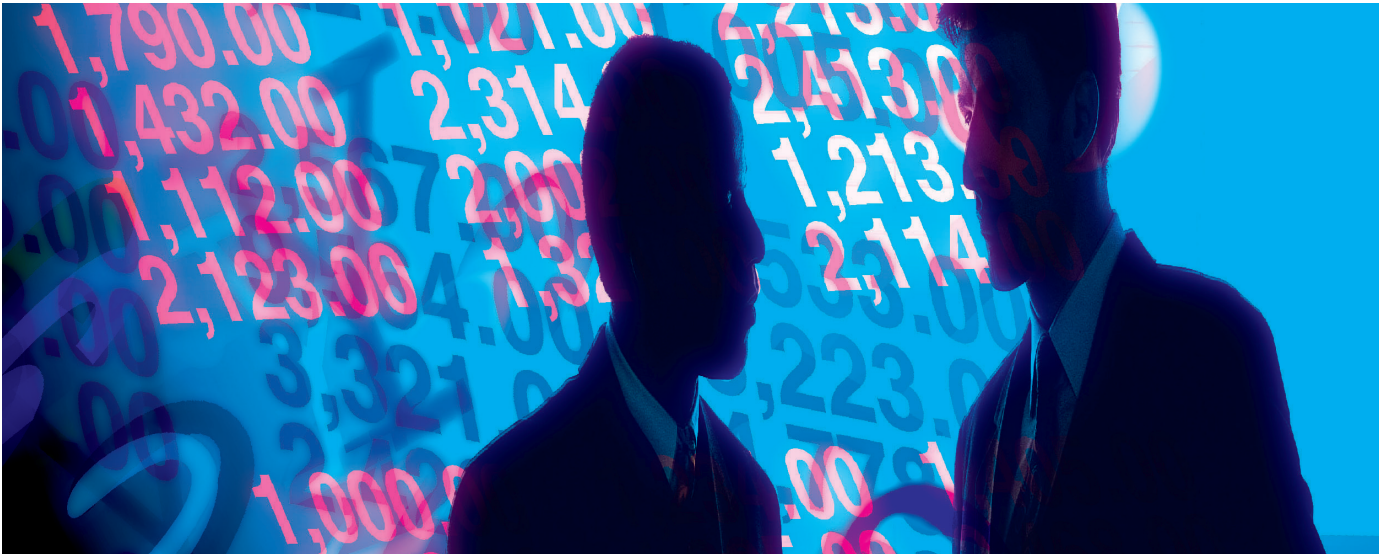


# Asset management



## L'ÉVÉNEMENT

### La recherche, un enjeu important pour les sociétés de gestion

Pour se démarquer face à la concurrence, les sociétés de gestion doivent notamment s'appuyer sur une bonne recherche. Utilisation ou non des travaux des brokers, intégration de la gestion et de l'analyse : les choix d'organisation sont multiples.

**E**n ce début d'année, le rebond des marchés actions laisse espérer, comme les straté-gistes l'annonçaient, une bonne année pour les actions. Toutefois, compte tenu des incertitudes qui pèsent sur les dettes souve-raines, la progression ne sera sans doute pas linéaire. Dans une telle configuration, la sélection des valeurs prend une importance considérable. Si les méthodes employées par les gérants varient fortement, elles se caractérisent toutes par un point commun : l'accent mis sur la recherche. Plusieurs facteurs influent sur la démarche adoptée par les sociétés de gestion : le volume des encours gérés, les spécialités des gérants ou encore leurs parcours. Cela se traduit schématiquement par deux grandes approches : certaines sociétés de gestion possèdent une équipe d'analystes distincte des gérants, tandis que d'autres considèrent que les gérants doivent

aussi être analystes et s'impliquer totalement dans la sélection des valeurs. La deuxième grande probléma-tique qui structure la recherche concerne le recours intensif ou non à la recherche externe et plus particu-lièrement à celle proposée par les courtiers (ou brokers) qui peut compléter les analyses effectuées en interne. «Il existe des écarts considérables dans la consom-mation de recherche externe entre les petites sociétés de gestion qui souvent manquent de recherche tout court et les grandes sociétés de gestion qui sont envahies par la recherche des brokers au point que parfois elles ont du mal à la gérer», indique Pierre-Yves Gauthier, président d'Alpha Value, une société indépendante d'analyse financière. La recherche externe est souvent très critiquée car accusée d'adopter une optique à très court terme favorisant la volatilité, ou pour d'autres elle s'avère inutile car trop abondante. Pourtant, la

**David Pastel,**  
fondateur, Pastel  
& Associés



**«Nos sources, différentes de celles généralement utilisées, nous permettent de trouver des idées originales d'investissement.»**

plupart des gérants fondamentaux que l'on retrouve plutôt au sein des sociétés de gestion de taille petite ou moyenne l'utilisent avec toutefois quelques réserves et quelques exceptions.

Pour Pastel & Associés, par exemple, une petite société de gestion indépendante, l'ensemble de la recherche est menée en interne sans recours à aucune analyse externe. «L'organisation de Pastel & Associés depuis sa création repose sur un principe fondamental : l'indépendance totale de la gestion, indique David Pastel, fondateur de Pastel & Associés. Nous ne cherchons pas à détecter d'idées en provenance de la Bourse.» Les trois gérants, y compris David Pastel, occupent également les fonctions d'analystes et ont pour objectif de définir un univers investissable. «Nous avons déterminé un univers d'investissement composé d'environ 80 valeurs que nous connaissons bien et que nous suivons régulièrement en maintenant par exemple sur chacune une veille, précise David Pastel. En parallèle, nous sommes à la recherche de nouvelles idées en travaillant par exemple sur les secteurs et en essayant de comprendre l'environnement microéconomique des entreprises.» Les sources d'information du gérant combinent les rapports annuels, les discours de directions générales, ainsi que des sources plus académiques comme des thèses réalisées sur des entreprises ou des secteurs. David Pastel se refuse ainsi à utiliser les analyses et ou

des recommandations en provenance des brokers. «Ces sources différentes de celles généralement utilisées nous permettent de trouver des idées originales d'investissement», poursuit David Pastel. Les rencontres avec les dirigeants d'entreprise sont également privilégiées.

### Une intégration des équipes taux, actions et ISR

Dans les sociétés de gestion de taille moyenne, les deux schémas d'organisation sont assez bien répartis, certains recourant aux analystes-gérants, d'autres à deux équipes distinctes. Groupama Asset Management (AM) par exemple a fait le choix d'avoir deux équipes séparées avec une spécificité : le département dédié à la recherche intègre à la fois la recherche actions, la recherche taux et la recherche extra-financière. «Notre approche est fondamentale, indique Marie-Pierre Peillon, directrice de l'analyse financière et extra-financière chez Groupama AM. Nous analysons l'ensemble des qualités intrinsèques d'une entreprise en combinant des analyses crédit qui portent davantage sur la solvabilité et la structure bilantiale et des analyses boursières propres aux marchés actions portant davantage sur les perspectives de croissance et le compte de résultat.» Autre particularité de la société de gestion, l'approche extra-financière fait partie intégrante de l'analyse des sociétés. «Depuis 2003, la recherche financière et la recherche extra-financière sont intégrées, poursuit Marie-Pierre Peillon. Une mauvaise gouvernance, par exemple, est le signe que l'entreprise rencontrera à l'avenir des difficultés certaines.» Les sources d'information là encore sont propres aux analystes. «Nous ne faisons pas une synthèse de ce que les brokers produisent, nous partons du rapport annuel, précise Marie-Pierre Peillon. Nous rencontrons les entreprises : nous avons de nombreux contacts dans ce cadre avec les dirigeants des grandes entreprises européennes et leurs responsables des relations investisseurs. Nous faisons nos propres recommandations même si nous fournissons régulièrement aux gérants les consensus des brokers sur les valeurs.» Par ailleurs, un département est consacré à la recherche économique avec lequel collabore le département d'analyse financière et extra-financière chez Groupama AM. «Les analystes présentent régulièrement des analyses sectorielles qui reposent sur notre scénario macroéconomique interne, précise Marie-Pierre Peillon. Par ailleurs, des réunions régulières sont organisées entre les analystes et les économistes.» Tous ces travaux servent à éclairer les choix des gérants qui se servent de la recherche comme d'un input au même titre que celle qu'ils reçoivent de nombreux brokers. «Nous utilisons les travaux de la recherche interne pour prendre nos décisions, mais sans aucune exclusivité, précise Claire Chaves d'Oliviera, responsable de la gestion actions chez Groupama Asset Management. Nous recevons également la recherche externe

### Les critères les plus utilisés pour définir une recommandation

- Chiffres et indicateurs : analyse des comptes de résultat et des bilans. Retraitement des éléments exceptionnels. Indicateurs liés à la rentabilité, à la solvabilité et à la liquidité.
- La culture d'entreprise est souvent considérée comme un élément clef de la réussite ainsi que la gestion du personnel.
- La qualité de l'équipe managériale (stratégie mise en œuvre, réactivité par rapport à un environnement changeant) qui peut ressortir plus facilement à la lumière des entretiens en face à face.
- L'analyse concurrentielle, elle, permet de déterminer la profitabilité d'une entreprise et sa pérennité. Fait-elle partie des leaders ou des challengers ?
- La gouvernance, avec des approches qui peuvent prendre en compte aussi bien la présence d'administrateurs indépendants, la distinction entre la présidence et la direction générale, que l'existence ou non de conflits d'intérêt.

## Quel est le prix de la recherche sell side ?

Face à l'abondance des travaux diffusés par les brokers dont le prix était jusqu'à présent noyé dans la commission d'exécution des ordres, les sociétés de gestion ont parfois tendance à considérer que la recherche sell side ne leur est finalement pas très utile. «Le problème fondamental de la recherche des brokers est qu'elle semble gratuite, donc sans valeur», indique Pierre-Yves Gauthier, président d'Alpha Value. Les choses sont toutefois en train de changer depuis l'instauration fin 2007 de la directive MIF (marchés des instruments financiers). Celle-ci est en train progressivement de bouleverser le modèle économique des brokers et de modifier leurs relations avec les sociétés de gestion. Cette directive induit la notion de best execution qui suppose que les

sociétés de gestion doivent faire appel aux brokers qui exécutent au mieux leurs ordres. Et ces derniers ne sont pas forcément ceux qui produisent la meilleure recherche. Par conséquent, la tendance est maintenant au dégroupage entre ces deux métiers exercés par les brokers. On distingue de ce fait de plus en plus dans les commissions de courtage payées, la part qui revient à la recherche et celle qui revient à l'exécution. Toutefois, ceci demande la mise en œuvre de moyens informatiques spécifiques et une certaine organisation pour parvenir à distinguer les deux.

Un chantier que toutes les sociétés de gestion n'ont pas mis en œuvre face à la complexité à évaluer le prix de la recherche. LBPAM a déjà adopté cette

technique du dégroupage. «Deux fois par an, les gérants notent les brokers en fonction de leur recherche, indique Bernard Descreux. De cette façon nous sélectionnons par secteur et ou par classe d'actifs les deux ou trois meilleurs brokers. Cela nous permet également d'évaluer le budget recherche que nous souhaitons consacrer à chaque broker et nous établissons dans ce cadre en fin d'année un bilan par rapport à ce que nous avons versé. Cela peut conduire des brokers à qui nous avons trop versé à reverser une partie des commissions perçues à d'autres brokers.» Cette méthode permet également de cibler la recherche qui éclaire effectivement la prise de décision et de ne pas être inondé d'informations inutiles.

en provenance des brokers. Chaque jour, nous recevons entre 150 et 300 courriels sur des valeurs. Par ailleurs, régulièrement les analystes de Groupama AM font des études plus poussées sur certaines valeurs en liaison avec nos besoins.» Les gérants constituent ainsi en quelque sorte les clients des analystes.

### Des rencontres multiples avec le top management

Quand ces deux fonctions ne sont pas dissociées, le modèle d'organisation est très différent. La Banque Postale Asset Management (LBPAM) a opté depuis longtemps pour le modèle des gérants-analystes. «Nous avons l'intuition que le fait de séparer ces deux métiers conduisait à une grande déperdition de l'information, indique Bernard Descreux, directeur de la gestion de LBPAM. Ce modèle est donc coûteux, il se justifie pour des sociétés de gestion de très grande taille, mais pas pour des sociétés de gestion de taille moyenne comme LBPAM. Par ailleurs, il nous semble que l'analyse est plus crédible si elle est faite par les gérants.» Dans ce cadre, les gérants analystes ont en charge un ou deux secteurs dans lesquels ils sont spécialisés et ont également la responsabilité d'une famille de portefeuille. «Nous avons opté pour une organisation matricielle, les gérants émettent des recommandations pour les secteurs dans lesquels ils sont spécialisés et après échanges, utilisent celles de leurs collègues pour les autres secteurs, poursuit Bernard Descreux. Ils construisent de cette façon leur portefeuille. Cela permet aux gérants de se challenger entre eux, ce qui les

rend plus efficaces.» L'accent est également mis sur les rencontres avec le management qui se déroulent tout au long de l'année. A ce titre, 346 réunions ont été organisées l'an dernier entre des gérants et des dirigeants d'entreprise. «Les dirigeants d'entreprise préfèrent discuter avec des gérants qui investissent effectivement dans leur entreprise plutôt qu'avec des analystes», poursuit Bernard Descreux. Cela n'empêche pas LBPAM d'utiliser la recherche des brokers. «Nous recourons à la recherche externe pour l'analyse des comptes par exemple, précise Bernard Descreux, ou pour comparer notre point de vue à celui des brokers. Cependant, nous n'utilisons pas leurs recommandations, ni leurs objectifs de cours.» Une tendance qui semble devenir consensuelle parmi les sociétés de gestion qui développent une approche fondamentale. Ces dernières ne se servent plus en effet des recommandations des brokers pour prendre leurs décisions d'investissement et raisonnent davantage dans une optique à moyen terme. ■

**Marie-Pierre Peillon**, directrice de l'analyse financière et extra-financière, Groupama AM



**«Nous faisons nos propres recommandations même si nous fournissons régulièrement aux gérants les consensus des brokers sur les valeurs.»**

d'avantage dans une  
Sandra Sebag