

Un groupe de travail du régulateur s'apprête à rendre ses conclusions

# L'AMF a dans ses mains l'avenir de la recherche indépendante

- Les pratiques de rémunération historiques de l'analyse financière entravent l'essor des petits cabinets indépendants.
- Ces derniers se regroupent en association.

En quête de statut, l'analyse financière indépendante est suspendue à la décision que prendra d'ici quelques mois l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le groupe de réflexion constitué l'an dernier par le régulateur devrait remettre ses conclusions au collège début juillet, avant une présentation à la place et l'ouverture d'une consultation. Présidée par Jean de Demandolx Dedons, membre du collège de l'AMF, cette commission examine les moyens de reconnaître cette profession et surtout de la financer.

Manque de moyens. Car les cabinets de recherche indépendante ne roulent pas sur l'or en France. La plupart doivent exercer d'autres activités (évaluation d'entreprises, conseil, formation...) pour assurer leurs fins de mois. Sans attache financière à une banque ou à un courtier, ni d'activité d'intermédiation, ils constituent en théorie une réponse appropriée aux lacunes supposées de



## Une profession qui s'organise

La Compagnie des analystes financiers indépendants (Cafi) a vu le jour en mai 2005 en France.

L'association a été créée par quatre sociétés d'analystes indépendants : Evysem, IEM Actions, Opale Finance, Spread Research.

Selon ses statuts, « un analyste indépendant ne travaille ni dans une banque, ni dans une entreprise d'investissement, ni dans une société de gestion »

Jean de Demandolx Dedons, membre du collège de l'AMF.

l'analyse financière traditionnelle, dite « sell side » : non-respect des murailles de Chine, complaisance avec les émetteurs...

Dans la pratique, la recherche indépendante est exclue du marché en raison de la gratuité de fait de l'analyse financière. En vertu d'un usage ancestral et universel, ce service s'inscrit dans une relation commerciale globale. Il est offert par les intermédiaires aux sociétés de gestion en échange des commissions de courtage qu'elles leur versent (environ 0,025 % du nominal des opérations). S'ils développent leur propre capacité d'analyse en interne (dite « buy side »), les gérants ne disposent pas d'un budget dédié à la recherche externe.

En France, une vingtaine de so-

ciétés d'analystes indépendants regroupés dans l'association la Compagnie des analystes financiers indépendants (CAFI) font entendre leurs voix pour définir des règles déontologiques et organiser leurs rapports avec les investisseurs, les émetteurs et les autorités. Evysem, IEM Actions, Opale Finance et Spread Research en sont les quatre fondateurs. « Les conclusions du groupe de travail vont être cruciales pour notre avenir. Soit les pratiques actuelles sont reconduites, soit l'AMF nous donne un rôle à jouer en fixant les bases d'un financement transparent et d'une concurrence saine », explique Olivier Marrot, président de la CAFI et associé chez Evysem.

Le défi de l'analyse indépendante consiste à faire admettre

que la recherche a un coût et qu'elle doit être rémunérée. Olivier Marrot a bon espoir d'être entendu : « Consciente de la nécessité d'une recherche indépendante, en particulier pour le suivi des petites et moyennes valeurs, l'AMF devrait promouvoir le financement par les sociétés cotées dans certains cas, mais aussi se montrer favorable à un "dégroupage" de la commission de courtage. » Une des pistes consiste à adopter le principe d'une « commission de courtage partagée », qui permet aux sociétés de gestion de mettre leurs courtiers en concurrence avec des « discount brokers » sur les services d'exécution et avec des analystes indépendants sur la recherche.

L'effet volume. Une première étape a déjà été franchie dans ce sens. « L'AMF nous demande maintenant de faire figurer les frais de courtage dans les prospectus de nos fonds », témoigne Jean-Joseph Memeteau, directeur de la gestion actions chez Sogeposte. Au Royaume-Uni, la FSA, autorité des marchés britanniques, a recommandé, dès mai 2004, la séparation, dans les commissions, des coûts d'exécution et de recherche. S'il poursuit dans cette voie, le régulateur français risque néanmoins d'attiser la compétition et de favoriser les grosses écuries anglo-saxonnes qui, tant sur le courtage que la recherche, sont en mesure de jouer sur l'effet volume.

Nicolas Raulot

## focus SEULS LES POIDS LOURDS DE LA PROFESSION ONT TIRÉ LEUR ÉPINGLE DU JEU

# Un second souffle cherché aux Etats-Unis

Il y a deux ans, la recherche indépendante était promise à un bel avenir aux États-Unis. Le très médiatique procureur général de l'Etat de New York, Eliot Spitzer, obtenait des principales banques de Wall Street, mises en cause pour l'intégrité déficiente de leur analyse financière, qu'elles s'acquittent d'une amende de 1,4 milliard de dollars, dont 450 millions iraient au financement de cabinets indépendants qu'elles sélectionneraient.

Moins d'un an après la mise en route de cet ambitieux plan de cinq ans, beaucoup d'illusions sont déjà perdues. Si plus de 300 cabinets, dont la plupart ont émergé à cette occasion, pouvaient prétendre profiter de l'aubaine, seuls les poids lourds de la profession ont réussi à tirer leur épingle du jeu. Avec en tête Morningstar et Standard and Poor's (S&P), qui a reçu la plus forte contribution. « Ce succès tient à notre historique de performances. Nous

avons commencé cette activité il y a plus de cent ans, avant même de devenir une agence de notation. Aux États-Unis, nous analysons déjà plus de 1.500 sociétés grâce à une équipe de 65 personnes », explique Joan Schaper, responsable de S&P

LES JEUNES POUSSÉS SONT VICTIMES D'UN MODE DE FINANCEMENT INDIRECT.

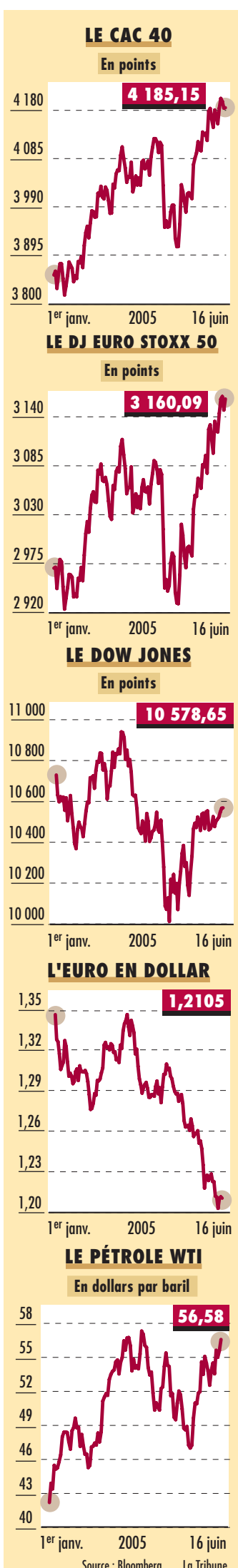
Equity Research en Europe. Les banques rechignent à sélectionner des petites boutiques et leurs clients jugent moins risqué d'adosser leurs décisions d'investissement à des signatures de renom.

Comme en Europe, les jeunes pousses sont victimes d'un mode de financement indirect. Analyses financières et services annexes ne sont le plus souvent payés par les gérants qu'au travers des fameuses « soft commissions ». Cette technique, aujourd'hui décriée par la SEC (Securities and Exchange Commission), favorise le traitement des grosses capitalisations – celles qui génèrent le plus de courtage – et ne profite, une fois encore, qu'à un petit nombre d'élus. Même si le

réseau Jaywalk, formé par Bank of New York, constitue un progrès en donnant plus de place aux cabinets les plus méritants.

Pour remédier à la problématique de financement et assurer une couverture plus large des petites valeurs, deux projets viennent de voir le jour outre-Atlantique. Baptisé NRE (National Research Exchange), le premier est né le 23 mai de l'initiative de David Weild, un ancien vice-président du Nasdaq. « 45 % des sociétés cotées ne sont pas couvertes [par des analystes], 75 % des autres le sont mal et presque toutes souffrent d'une décote de leurs titres directement liée au manque de recherche », indique-t-il. Ce mois-ci, le Nasdaq et Reuters ont fait une annonce semblable, en lançant le réseau IRN (Independent Research Network). Dans les deux cas, les sociétés cotées pallient à l'absence de recherche sur leurs titres en la finançant elles-mêmes auprès de NRE et IRN. L'intervention des deux courtiers permet de centraliser la recherche et évite les risques de conflit d'intérêts.

N. R.



Retrouvez tous les indices sur [www.latribune.fr/bourse](http://www.latribune.fr/bourse)