

# **INVESTISSEURS À LONG TERME ET GOUVERNANCE**

**Projet de recherche sous contrat  
de l'Institut CDC pour la Recherche**

**Rapport final  
Juillet 2007**

**Equipe de recherche :**

*Michel Aglietta*, Université Paris X (EconomiX) et CEPII

*Sabine Montagne*, CNRS-IRISES, Université Paris IX

*Antoine Rebérioux*, Université Paris X (EconomiX)

*Sandra Rigot*, Université Paris X (EconomiX)

# SOMMAIRE

---

## INTRODUCTION GENERALE - LES QUESTIONS FONDAMENTALES.....

## PREMIERE PARTIE - ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS.....

### Introduction : nouvelles tendances dans la gestion d'actifs .....

#### I. La prise en compte du temps : principes théoriques .....

I.1. Hypothèses générales de l'allocation d'actifs.....

I.2. Investisseurs à LT : la définition de l'actif sans risque et l'importance des actions.....

#### II. La prise en compte du temps : les dynamiques de long terme des marchés financiers et la construction des scénarios stratégiques .....

II.1. Mise en évidence des effets de retour vers la moyenne et de la pluralité des modèles de valorisation des cours boursiers aux États-Unis.....

II.2. Mise en évidence du niveau d'équilibre des taux longs et de la force de retour vers la moyenne sur le marché obligataire américain.....

II.3. Méthode d'allocation d'actifs lorsque la structure des rendements change dans le temps.....

#### III. Le développement des actifs alternatifs : montée en puissance des hedge funds et du private equity .....

III.1. Incitations à la gestion alternative.....

III.2. Risques cachés.....

III.3. Impact sur la stabilité financière.....

#### IV. Les investisseurs à long terme devant les nouvelles tendances de la finance.....

IV.1. Principes de l'allocation stratégique en présence d'éléments d'actif ou de passif peu liquides .....

IV.2. La gestion pratique des actifs alternatifs .....

IV.3. L'investissement dans le cycle de vie et la gestion actif passif.....

#### Bibliographie.....

---

## DEUXIEME PARTIE - LA DELEGATION DE GESTION.....

#### I. Le phénomène de la délégation .....

I.1. L'ampleur du phénomène : nouveau paradigme organisationnel ou simple business model ? .....

I.2. Le raccourcissement de l'horizon de la gestion.....

I.3. La double subordination des stratégies d'investissement .....

I.4. Le monitoring.....

#### II. L'origine juridique américaine de la délégation .....

II.1. Les sources juridique et organisationnelle de la norme d'investissement court termiste.....

II.2. Étape n°1 : la supervision panoptique instaurée par ERISA .....

II.3. Étape n°2 : la déconnexion entre actif et passif des fonds 401k .....

#### III. Les tendances récentes de la délégation .....

III.1. Monitoring fiduciaire vs. Monitoring marchand.....

III.2. La déliquescence du mandat fiduciaire.....

III.3. Institutionnalisation et standardisation.....

<b>IV. La réorganisation du processus de gestion .....</b>	
IV.1. <i>La frontière mouvante entre allocation stratégique et allocation tactique</i> .....	
IV.2. <i>Les différents types de firmes de gestionnaires .....</i>	
IV.3. <i>La césure organisée par la gestion cœur-satellite .....</i>	
IV.4. <i>La césure organisée par la multigestion .....</i>	
IV.5. <i>La « commoditization » de l'évaluation .....</i>	
<b>V. Les stratégies d'entreprise et le champ concurrentiel européen.....</b>	
V.1. <i>Intégrer les acquisitions .....</i>	
V.2. <i>Proposer des produits admis sur l'ensemble du territoire .....</i>	
V.3. <i>la fusion des fonds de pension des firmes multinationales.....</i>	
V.4. <i>Les stratégies d'expansion des grands fonds sectoriels.....</i>	
V.5. <i>Conclusion : division fractale du travail et autonomie des strates de production.....</i>	
<b>VI. L'alternative des fonds publics ou sectoriels .....</b>	
VI.1. <i>L'expérience des fonds États-Uniens .....</i>	
VI.2. <i>L'expérience française .....</i>	
VI.3. <i>Les réformes des fonds néerlandais .....</i>	
VI.4. <i>Conclusion : trois obstacles .....</i>	
<b>Conclusion : quelles solutions institutionnelles ? .....</b>	
<b>Références bibliographiques .....</b>	

---

**TROISIEME PARTIE - INVESTISSEMENT A LONG TERME ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE.....**

<b>I. La création de richesse à long terme : les immatériels .....</b>	
I.1. <i>Définition et identification des actifs immatériels.....</i>	
I.2. <i>Perspective macroéconomique : quantification des actifs immatériels .....</i>	
I.3. <i>Perspective microéconomique : conditions de production des immatériels .....</i>	
I.4. <i>Conclusion.....</i>	
<b>II. Typologie des modes de contrôle des entreprises .....</b>	
II.1. <i>Le contrôle par la liquidité : la création de valeur actionnariale à court terme .....</i>	
II.2. <i>Le contrôle par concentration du capital : blocs de contrôle et private equity .....</i>	
II.3. <i>Le contrôle partenarial : une responsabilité élargie des dirigeants .....</i>	
<b>III. Gouvernance de long terme et investisseurs institutionnels.....</b>	
III.1. <i>Production d'externalités et critères extra-financiers.....</i>	
III.2. <i>Pour une conception partenariale du conseil d'administration.....</i>	
III.3. <i>L'exercice des droits de vote : l'activisme actionnarial.....</i>	
<b>Conclusion.....</b>	
<b>Bibliographie.....</b>	

---

**CONCLUSION GENERALE .....**

# INTRODUCTION GENERALE

## LES QUESTIONS FONDAMENTALES

Pour un certain nombre d'investisseurs institutionnels, le recours à l'*exit* n'est plus une stratégie viable. Leurs engagements sont de long terme (structure du passif), tandis que leur portefeuille tend, du fait de la diversification, à constituer un échantillon représentatif de l'économie (structure de l'actif). En conséquence, ces investisseurs s'inscrivent dans le long terme. Cet horizon temporel a deux implications majeures. D'une part, il conduit à repenser l'allocation des actifs, au profit d'une allocation stratégique flexible dans le temps. D'autre part, il implique une prise en compte de nouvelles sources de valeur, liées à des actifs intangibles. Il convient alors de réfléchir aux modes de gouvernance des fonds et des entreprises susceptibles de favoriser ces deux dimensions. Cette analyse est délibérément en dehors des modes actuelles de l'arbitrage financé par le levier le plus élevé possible pour obtenir le plus haut profit instantané. Nous pensons que les développements de la finance depuis la débacle boursière de 2001 ne vont pas dans le sens des intérêts des épargnants. La nouvelle crise financière qui a débuté en juillet août 2007 est là pour le rappeler. Il serait bon que cette crise suscite une remise en cause approfondie chez les investisseurs institutionnels de leurs stratégies et de leurs relations de délégation pour satisfaire au mieux les objectifs de long terme. Il serait bon aussi qu'ils remettent en cause les principes de gouvernance qui ont provoqué la bulle du private equity. C'est à ces problèmes que le présent rapport est consacré. Nous formulons dans cette introduction les questions qui nous paraissent pertinentes et qui sont traitées dans les trois parties du rapport. Les conclusions atteintes dans chaque partie sont résumées au début de chaque partie.

### **I – Rationalité des investisseurs à long terme.**

#### *1. Pourquoi l'allocation stratégique est-elle déterminante pour les investisseurs à long terme ?*

Il existe des conditions d'équivalence entre l'allocation d'actifs statique et l'allocation dynamique. Mais ces conditions sont trop particulières et trop restrictives pour avoir une quelconque pertinence dans les situations réelles. Il s'ensuit que la pratique la plus répandue des investisseurs institutionnels consiste en la séquence suivante :

- Décomposer le processus entre une allocation stratégique à répartition constante entre grandes classes d'actifs et une allocation tactique diversifiée en fonction des conditions présentes du marché ;
- Déléguer l'allocation tactique à des sociétés de gestion et juger des performances relatives à court terme, conduisant les gestionnaires délégués à des critères d'allocation statique avec hypothèse d'indépendance temporelle.

Cette séquence conduit à des structures de portefeuille très sous optimales pour les investisseurs à long terme. C'est la dépendance par rapport au temps de l'allocation stratégique qui est la question cruciale.

2. Pourquoi les investisseurs à long terme sont-ils placés dans des situations où la dépendance au temps est prépondérante ?

- La taille des grands investisseurs institutionnels les conduit à une diversification de la détention d'actions qui couvre la totalité des secteurs de l'économie, tout en détenant une part de chaque entreprise trop faible pour engager les coûts de contrôle. Il s'ensuit que le rendement visé par le portefeuille action est le rendement moyen de l'économie et que ce portefeuille est soumis à des risques macroéconomiques. Il est vulnérable au cycle, c'est-à-dire à la variabilité des rendements dans le temps.
- L'allocation stratégique entre les grandes classes d'actifs (actions, obligations indexées, obligations nominales, actifs étrangers), déterminée en fonction de la prévision des rendements futurs, de l'analyse de leurs variances et covariances, de la génération de scénarios pour explorer les allocations robustes aux risques extrêmes, est la méthode à suivre. Elle conduit à des allocations stratégiques flexibles dans le temps. Ces allocations doivent prendre en compte les forces de retour vers les moyennes qui sont incorporées dans les processus cycliques, éventuellement ponctués de crises, caractéristiques de la finance de marché. Les portefeuilles dynamiques optimaux présentent des variabilités nettement plus faibles que les portefeuilles résultant d'une allocation statique et parviennent au même rendement moyen ou à un rendement supérieur sur un horizon pluri annuel.

3. Pourquoi les investisseurs à long terme sont-ils conduits à soumettre l'allocation du portefeuille financier à des choix fondamentaux ?

- La première dimension du problème est la prise en compte des engagements de passif. Ceux-ci comportent des risques non financiers (risque démographique, option de rachat des engagements, changements de la législation, contrainte de rendements garantis, etc.). Il s'ensuit que la covariation des risques du passif et du portefeuille de l'actif est une caractéristique essentielle de la fonction d'utilité de l'investisseur institutionnel qui porte ces engagements de passif au nom de ses mandants. La non prise en compte de l'horizon du passif dans l'allocation des actifs fait porter des risques énormes aux épargnants. On a eu l'illustration avec les compagnies d'assurance et les fonds de pension japonais en 1998, plus récemment avec les fonds de pension britannique.
- La seconde dimension tient à la structure de l'actif d'investisseurs à long terme qui investissent dans des projets porteurs d'externalités. Ils ont procédé à des évaluations du potentiel de croissance des entreprises en fonction des externalités évoquées ci-dessus ou ont recouru à des agences de notation spécialisées pour ce faire. Parce que ces investissements ont des performances qui s'observent sur des horizons bien supérieurs aux contraintes des normes de la finance de marché, parce qu'ils engagent des immobilisations conduisant à investir en *private equity*, ces investissements ne font pas partie du portefeuille négociable. L'articulation des deux dimensions de la richesse dans les stratégies d'allocation a entraîné une transformation de l'industrie de la gestion d'actifs avec l'instauration de la structure cœur satellites. La division du travail découlant de cette structure entraîne des conflits d'intérêts dans la délégation de gestion que nous allons étudier en détail.

## II – Implications en matière de gouvernance des fonds et des entreprises.

### 4. *Quelles sont les implications d'un horizon temporel de long terme sur la gouvernance des fonds ?*

Trois types de questions doivent *a minima* être posés.

- La première concerne le niveau pertinent de détermination des hypothèses et des scénarios susceptibles de modifier dans le temps l'allocation stratégique des actifs. Ce niveau doit-il être celui du fonds lui-même, ceci supposant la constitution d'équipes formées à ce type de travaux ? Ou bien faut-il confier ce travail aux sociétés de gestion, sélectionnées sur leur capacité à produire des prévisions solides ?
- La deuxième question renvoie à la nécessité de ne pas cloisonner les départements en charge de la gestion des actifs du portefeuille diversifiable, et les départements centrés sur le *private equity* ou, plus largement, sur des actifs non liquides. La maximisation de la richesse recommande en effet une gestion « intégrée » du portefeuille global. C'est donc le type d'interaction entre ces départements qui doit être l'objet de réflexions.
- La troisième question concerne la responsabilisation des fonds à l'égard des bénéficiaires ultimes (les salariés, dans le cas de fonds de pension ou d'épargne salariale). La manière dont ces fonds sont amenés à rendre des comptes est bien évidemment cruciale eu égard au pouvoir économique qu'ils peuvent aujourd'hui concentrer. La question de l'implication des bénéficiaires ultimes se joue à deux niveaux : au niveau de l'allocation des actifs et au niveau de l'engagement de ces bénéficiaires dans la gouvernance des entreprises dont les titres sont intégrées au portefeuilles (usage des droits de vote, notamment). Ces deux niveaux renvoient à la composition du conseil de surveillance des investisseurs de long terme.

### 5. *Quelles sont les implications d'un horizon temporel de long terme sur la gouvernance des entreprises ?*

La prise en considération par les entreprises de nouveaux relais de croissance ne va pas de soi. Ces relais de croissance sont liés, on l'a signalé, à des externalités de trois ordres : capacité d'innovation, condition de mobilisation de la main-d'œuvre (organisation du travail, formation, etc.) et considérations environnementales. L'intégration de ces relais pose un problème de planification stratégique de long terme. Cette planification de long terme doit engager une pluralité d'acteurs au sein de l'entreprise. A cette condition seulement, la prise en compte effective des externalités créatrices de valeur – liées précisément aux interactions de l'entreprise avec différentes parties prenantes – est possible. Pour autant, cette planification doit être de la responsabilité ultime du conseil d'administration, pensé comme un organe stratégique, en charge de définir l'intérêt de long terme de l'entreprise. Parallèlement, une réflexion doit être engagée sur les outils de pilotage capables de mieux valoriser les sources de croissance liées aux externalités.

### 6. *Pourquoi les investisseurs à long terme doivent-ils intégrer les déficiences de la gouvernance des entreprises et de nouvelles sources de création de valeur ?*

- Le potentiel de développement des entreprises et à l'inverse les erreurs stratégiques ne se perçoivent pas à l'horizon d'un an, mais de cinq ou dix ans. Comme les faillites retentissantes des années 2001-2003 l'ont montré, les processus de décision des entreprises recèlent des risques cachés qui sont ignorés par l'analyse financière actuelle. La réalisation de ces risques provoque des discontinuités dans la valeur des actifs. Ces risques d'entreprise ne sont donc pas analysables dans une métrique moyenne variance.

- Les sources de création de valeur pour la croissance à long terme dans le capitalisme contemporain vont provenir de plus en plus de la prise en compte de contraintes sociétales et environnementales dans la planification stratégique des entreprises. Ce sont, en effet, des facteurs de compétitivité à long terme que les entreprises ne pourront plus ignorer qu'à leurs risques et périls. Il s'agit d'externalités tant que ces contraintes et opportunités ne s'expriment pas sous la forme de prix et de coûts. L'évaluation de ces externalités et leur incorporation dans les systèmes comptables des entreprises impliquent la mise au point d'une méthode normalisée et transparente pour définir des *benchmarks* sectoriels par rapport auxquels il convient de repérer l'efficacité managériale des entreprises. C'est pourquoi il se développe depuis peu une demande pour des agences de notation extra financière.
- La pénétration de ces externalités dans les structures des entreprises s'observe dans l'importance grandissante des actifs immatériels pour la création de valeur. L'incapacité de mesurer le « *goodwill* intrinsèque » en termes monétaires pointe un champ de recherche dont les avancées vont probablement révolutionner la gestion d'actifs. Car la quantification de ces sources de valeur modifiera la perception comptable des entreprises au niveau microéconomique et la mesure de la croissance potentielle au plan macroéconomique.
- Il existerait donc aujourd'hui, à travers la norme dominante de la valeur actionnariale une disjonction entre les conditions de valorisation du capital productif de plus en plus dépendantes des actifs immatériels ou intangibles et les conditions de valorisation du capital financier qui les ignorent au nom de l'homogénéisation imposée par les marchés. Il revient aux investisseurs à long terme de dépasser ce dilemme.

#### 7. Pourquoi les pratiques actuelles de gouvernance d'entreprise ne vont-elles pas dans le sens souhaité ?

Les pratiques de gouvernance aujourd'hui dominantes sont en contradiction avec cette visée de planification stratégique. Ces pratiques s'articulent autour d'un modèle de création de valeur actionnariale de court terme. Deux points sont notamment critiques :

- Le conseil d'administration est réduit à un simple rôle disciplinaire, au détriment de son rôle stratégique. Il en résulte une insistance sur l'indépendance des administrateurs, qui paraît de plus en plus dommageable. Il en résulte également une tendance à neutraliser cet organe en cas d'offre publique d'achat ou d'échange, alors même que ces opérations peuvent entrer en dissonance avec la pérennisation de l'investissement de long terme.
- La performance des entreprises est résumée par la métrique de l'*EVA*, qui engage à faire croître, par le biais de l'ingénierie financière, la rentabilité financière au-delà du rendement d'équilibre du capital. Outre qu'elle pousse au déséquilibre, la généralisation de l'*EVA* est porteuse d'une logique antagonique aux nouvelles conditions de valorisation du capital productif. On doit également s'interroger sur la pertinence d'une comptabilité en *fair value*, qui recommande l'usage d'une valeur de marché pour l'évaluation des *goodwill* (expression comptable de ces externalités).

Ces pratiques sont portées par l'activisme institutionnel. Elles sont renforcées par la montée en puissance des *hedge funds*, dont l'engagement dans les entreprises est croissant.

## PREMIERE PARTIE

### ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS

Michel Aglietta

---

#### Résumé des résultats obtenus

1. Le premier problème auquel est confrontée l'allocation de l'épargne est la prise en compte du temps. Car il y a un paradoxe. Tout le monde s'accorde à reconnaître que la décision d'épargner est une décision qui s'inscrit dans le temps, et plus encore une décision dont le temps est l'objet. Or la théorie de la diversification des portefeuilles, dont est issue la méthode standard de l'allocation, fait abstraction du temps. Son utilisation pour allouer l'épargne n'est valide que dans des conditions très spéciales où les rendements des actifs seraient « quasi-statiques », c'est-à-dire indépendants les uns des autres d'une période à l'autre et identiquement distribués dans le temps. Ces hypothèses sont complètement irréalistes lorsqu'il est question de gérer l'épargne. Lorsque les rendements des actifs financiers varient dans le temps, la structure des risques et l'arbitrage entre rendements et risques sont aussi fonction du temps. On doit recourir à une allocation dynamique inspirée d'une généralisation de la théorie standard. Dans cette allocation dynamique la distinction entre allocation stratégique et allocation tactique n'a plus de guère de sens. **Les investisseurs doivent réaliser une allocation flexible dans le temps.** Cette allocation doit prendre en compte les caractéristiques stochastiques de l'évolution temporelle des rendements des actifs et de leurs corrélations variables, donc les profils de risque changeants.
2. Il y a donc une structure par terme des risques. Quels sont les résultats théoriques sur lesquels les investisseurs institutionnels peuvent s'appuyer pratiquement dans leur responsabilité d'allouer au mieux l'épargne qui leur est confiée ? Le premier résultat est la nature de ce qu'on appelle « l'actif sans risque », celui qui constitue la base de la diversification. Dans une allocation dynamique à long terme « l'actif sans risque » (c'est-à-dire à risque minimal) n'est pas le même que dans une allocation statique. C'est un actif obligataire et non pas un actif liquide. Si l'on anticipe que le régime monétaire va préserver une inflation durablement basse et stable, c'est **une obligation longue nominale** (10 à 30 ans). Si l'on anticipe que le régime monétaire va produire une inflation variable, c'est **une obligation longue indexée.**
3. Le second résultat est la mise en évidence d'effets de **retour vers la moyenne** pour les actifs longs. Cela signifie qu'il existe à long terme des prix d'équilibre des actifs que l'on pourrait appeler leur valeur fondamentale. Mais ceux-ci sont eux-mêmes variables dans le temps et particulièrement affectés par le régime monétaire. En outre, les forces de rappel ne jouent qu'avec de longs délais. **C'est pourquoi seuls les investisseurs à long terme qui ont des horizons longs peuvent en tirer parti.** Ainsi les effets de retour vers la moyenne sur les marchés actions s'inscrivent-ils dans des cycles longs d'une durée moyenne de 30



ans. De plus la relation de LT qui détermine la valeur fondamentale des actions n'est pas la même selon le régime monétaire dans lequel s'inscrit le cycle boursier.

4. Il s'ensuit que la part des actions dans une allocation stratégique optimale, c'est-à-dire flexible dans le temps, est très différente de la proportion fixe du comportement « *buy-and-hold* » et également très différente d'une allocation tactique qui ne prend pas en compte les effets de retour vers la moyenne. Elle est fonction croissante de l'anticipation du rendement futur du dividende. Mais elle est toujours supérieure à l'allocation tactique de l'investisseur à CT. En effet, elle prend en compte la réduction de la variance inter temporelle liée au retour vers la valeur fondamentale des actions. C'est pourquoi on constate une augmentation de la part des actions dans les portefeuilles des grands fonds publics depuis que les principes de l'allocation stratégique flexible commencent à être mis en œuvre.
5. La détermination de l'allocation stratégique conforme aux enseignements théoriques est donc un processus qui doit être organisé. Elle comporte plusieurs étapes :
  - Analyse des évolutions macroéconomiques et définition des scénarios de référence à LT pour estimer les profils des variables d'état qui influencent les rendements moyens des actifs.
  - Construction de modèles dynamiques prenant en compte les contraintes spécifiques de l'investisseur et les lois d'évolution des rendements des actifs incorporant les effets de retour vers la moyenne.
  - Génération de scénarios stochastiques sous l'hypothèse de lois gaussiennes postulées pour les variations des rendements des actifs. Mais aussi réalisation de tests de stress constitués par des scénarios incorporant des risques extrêmes pour prendre en compte, autant que faire se peut, la déviation très importante des distributions de probabilité des rendements futurs de la plupart des actifs par rapport à la loi normale.
  - Résolution d'un programme d'optimisation dynamique déterminant la structure optimale entre les grandes classes d'actifs. Mais les résultats de ces calculs ne sauraient être pris pour « argent comptant ». L'incertitude sur les hypothèses des scénarios et sur les modèles eux-mêmes est suffisamment grande pour que le jugement des responsables de l'allocation soit en dernier ressort un déterminant essentiel du choix. ***C'est pourquoi la mise à l'épreuve des compétences des gestionnaires par l'expérience demeure la principale garantie de la qualité de la performance à long terme.***
6. L'allocation stratégique flexible surmonte l'aporie de la séparation du long terme et du court terme. Elle transforme aussi l'organisation de l'industrie de la gestion d'actifs. ***Les investisseurs à long terme doivent prendre en main en interne la détermination de l'allocation stratégique et remplacer la gestion déléguée généraliste par la gestion spécialisée.*** L'allocation stratégique doit être suffisamment précise pour décider ce qui doit être géré entièrement en interne et ce qui doit être délégué et à quel genre de compétences. Les grands investisseurs institutionnels doivent se garder de l'arbitrage à court terme sur les titres négociables qui est une source de pertes, compte tenu des commissions.
7. Les investisseurs institutionnels publics vont acquérir une énorme puissance financière parce qu'ils sont seuls capables de garantir les engagements sociaux des régimes de retraite. Cette catégorie d'institutions financière devient mondiale avec la montée en

puissance des fonds d'état dans les pays émergents à forte épargne. Ces investisseurs ont un avantage décisif dans l'allocation stratégique d'actifs : l'horizon indéfini et l'absence d'obligations contractuelles précises. C'est aussi le cas des fondations universitaires. **Ces investisseurs ont pour contrainte de préserver la valeur réelle du capital accumulé et pour objectif de réaliser un revenu régulier grâce à un taux de rendement stable.** Ils ont les moyens de faire jouer à plein les forces de retour vers la moyenne dans les portefeuilles de marché, d'influencer la gouvernance des entreprises dans le sens de la responsabilité vis-à-vis des investisseurs et de renverser le rapport des forces dans la gestion alternative avec les hedge funds (HF) et les private equity funds (PE).

8. Les HF et PE renferment des risques qui restent largement cachés pour les investisseurs institutionnels qui entrent de plus en plus massivement dans leur capital. Il s'ensuit que les rendements apparents qui sont affichés sont largement surestimés. Il y a de nombreux dysfonctionnement du point de vue des investisseurs : opacité des positions et des profils de risque, biais multiples dans les évaluations, risque de pertes extrêmes dissimulées, levier vulnérable aux variations non anticipées des taux d'intérêt, commissions de performance prohibitives, corrélations variables avec les marchés boursiers, concentration sur les mêmes stratégies et donc possibilité d'assèchement de la liquidité dans certains segments des marchés dérivés par insuffisance des contreparties entraînant des répercussions en chaîne. Parce qu'ils font des stratégies des HF et PE des classes d'actifs alternatifs aux investissements en titres négociables, **les grands investisseurs institutionnels doivent absolument exiger les informations nécessaires pour le contrôle du risque inhérent à leurs investissements dans ces fonds d'investissement privés.** Cette exigence n'est pas réalisée à l'heure actuelle.
9. Les différences radicales dans les processus stochastiques sous-jacents aux benchmarks de marché (actions et obligations) et aux actifs alternatifs rendent indispensable la différence entre la gestion par benchmark et ce qu'il est convenu d'appeler **la gestion active**. C'est la raison du développement récent des systèmes dits cœur satellites. De plus les contraintes de passif peuvent être très exigeantes pour les fonds de pension à prestations définies et pour les compagnies d'assurance vie. La stratégie consiste à prendre le passif pour benchmark et à faire une immunisation contingente du passif avec le cœur du portefeuille d'actifs. Corrélativement il faut déléguer la gestion des poches satellites à des gestionnaires spécialisés et élaborer des méthodes de contrôle des risques pris par ces gestionnaires. Les actifs alternatifs à la recherche de rendements absolus sont constitués de stratégies d'investissement qui sont dépendantes de risques extra-financiers. Ces risques ne sont pas révélés dans les prix de marché d'actifs liquides. Ils doivent faire l'objet d'évaluations spécifiques dont la méthodologie est en cours d'élaboration dans les agences de notation extra financières. De leur côté les contraintes de passif sont affectées par des événements qui proviennent de risques liés au cycle de vie et à la démographie. Ces risques sont significatifs dans le temps long qui est celui des investisseurs institutionnels.
10. Les actifs négociables (actions et obligations diversifiées) de la gestion du cœur et les actifs alternatifs (immobilier, infrastructures, hedge funds et private equity) de la gestion active ne sont pas indépendants. La structure optimale du portefeuille de marché doit prendre en compte les corrélations avec les actifs alternatifs pour que le gain de diversification apporté par les actifs alternatifs soit effectif. L'existence de ces corrélations conduit à infléchir la structure du portefeuille d'actifs standard (actions, obligations, liquidités) en fonction des estimations de performance et de risque sur les investissements dans les actifs alternatifs.

La gestion dynamique actif passif s'impose pour tous les fonds qui ont des obligations de passif sensibles aux risques extra-financiers du cycle de vie des individus. Elle consiste à séparer le portefeuille en deux parties, dont l'une recourt à l'immunisation contingente et dont l'autre recherche le rendement absolu. Pour cette seconde partie le contrôle de risque passe impérativement par les méthodes de tests de stress capables d'évaluer les risques extrêmes.

## DEUXIEME PARTIE

### LA DELEGATION DE GESTION

Sabine Montagne

---

#### Résumé

1. L'environnement des investisseurs de long terme n'est pas propice à l'implémentation de stratégies d'investissement de long terme. Les difficultés proviennent du manque d'un cadre cognitif approprié (cf. partie I) qui permettrait de justifier leurs décisions au regard de la théorie financière, mais aussi de l'état des rapports sociaux entre les investisseurs de long terme et les autres acteurs de l'industrie financière qui empêche que soit implémentée une politique alternative.
2. Au centre de ces rapports, la délégation de gestion est devenue une pratique généralisée des investisseurs finaux de long terme. Le *monitoring* de la délégation est une opération clé : il constitue le maillon de transmission de l'orientation long terme de l'investissement, des investisseurs vers leurs gérants.
3. L'histoire juridique et organisationnelle américaine montre comment la forme de délégation promue par la législation a conduit à instaurer un type particulier de *monitoring* des trustees sur les gérants. La réponse des gérants à ce *monitoring* a consisté raccourcir l'horizon de leurs décisions.
4. Le développement des fonds à cotisations définies a renforcé cette attitude des gérants, en faisant disparaître les contraintes de passif pour focaliser le processus de fabrication de prestations retraite sur l'obtention d'un rendement des actifs.
5. Le monitoring des fonds à cotisations définies a progressivement contaminé celui des fonds à prestations définies. Il se caractérise par une *mise en concurrence publique* des performances et des caractéristiques organisationnelles des gérants. Cette possibilité institutionnalisée de comparaison des performances est un facteur de court termisme. Il privilégie également des mandats très précis dont les benchmarks sont des indices de marché peu nombreux et dont les tracking error sont limitées.
6. Concomitamment, la délégation de poches en gestion alternative, auprès de gérants non réglementés, tranche radicalement avec cet encadrement très serré des gérants. Le monitoring y est faible voire inexistant.
7. La multigestion offre une troisième perspective, celle d'un monitoring assurée par des intermédiaires, les multigérants.
8. Enfin, la relation fiduciaire bilatérale entre trustees et gérants semble progressivement remplacée, pour une part importante des encours, par une relation marchande d'achat/vente de produits financiers standardisés, non orientés par des considérations propres à un seul type d'investisseur.

9. Finalement, le nouveau *business model* du processus d'investissement consiste dans une césure entre une gestion traditionnelle concurrentielle, très surveillée, dont le monitoring est « marchandisé », et des gestions alternatives non surveillées et globalement orientées vers une performance à court terme.
10. Le monitoring « marchandisé » est largement organisé à partir d'instruments de marché fabriqués par de nouveaux intermédiaires (*rating agencies, funds ranking, index providers*) dont la régulation n'est pas publique.
11. Par ailleurs, les investisseurs de long terme subordonnent également leurs stratégies d'investissement à leur propre projet d'entreprise. Les fusions acquisitions conduisent à une concentration des actifs gérés mais pas à une centralisation du processus d'investissement.
12. En effet, l'intégration des filiales nouvellement acquises ne conduit pas à une mise au pas par le quartier général de la maison mère. « L'esprit boutique » est encouragé. Le contrôle des filiales peut être très lâche.
13. De plus, le désir de conquête de nouvelles parts de marché à l'étranger conduit à préférer l'achat/ vente de produits standardisés (type OPCVM) plutôt que des relations contractuelles spécifiques entre investisseurs et gérants, trop dépendantes des réglementations locales.
14. Seules les stratégies de fusion de fonds de pension européens, menées par les firmes corporate multinationales, constituent une tentative de centraliser la gestion des encours.
15. Finalement les projets d'entreprises des firmes, qu'elles soient des investisseurs finaux ou des sociétés de gestion, renforcent la tendance à la césure déjà mise en évidence pour le processus d'investissement. Les filiales de gestion d'actifs sont autonomes. Les fusions acquisitions laissent se développer une nouvelle césure de l'aval, qui empile des strates autonomes de production.
16. Les fonds de pension publics ou sectoriels peuvent ils constituer une alternative ? leur taille, le consensus politique qui les constitue et leur proximité à l'État leur confèrent une certaine autonomie par rapport aux normes internationales privées du secteur financier.
17. Toutefois, leur sensibilité aux pressions médiatiques, du fait de leur proximité à l'État, les rend vulnérables à toute critique au sujet de leur écart à la norme privée. Le fait qu'ils gèrent des actifs pour le compte d'une population à revenus moyens et dans un objectif de survie, leur confère un statut politique mais les soumet simultanément à la pression de l'opinion publique en faveur de performance de court terme.
18. Les pressions réglementaires gouvernementales et supra nationales mettent progressivement en cause les modèles nationaux spécifiques, en particulier les monopoles des fonds de pension sectoriels. L'architecture ouverte est la cible institutionnelle de l'Union Européenne. Ces fonds doivent veiller à mener des processus de délégation conformes à ce modèle.
19. Enfin, les nouvelles générations de responsables de ces entités intériorisent les normes des gérants de fonds et ne souhaitent pas d'un modèle de gouvernance plus long termiste.
20. Au total, les tendances actuellement à l'œuvre, tant du côté des investisseurs finaux de long terme que du côté des gestionnaires d'actifs, sont globalement plus favorables à des décisions de court terme.

# TROISIEME PARTIE

## INVESTISSEMENT A LONG TERME ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Antoine Rebérioux

---

### Résumé

1. La transition d'une économie industrielle, où les actifs tangibles jouent un rôle prépondérant, vers une économie fondée sur le savoir, où les actifs immatériels sont des moteurs de croissance, est un constat largement partagé. On peut estimer que les investissements en intangibles pèsent aujourd'hui autant que les investissements en capital tangible, dans le cas des Etats-Unis.
2. Ces actifs ont pour caractéristique d'introduire une disjonction entre le court terme et le long terme : s'ils sont source de rentabilité sur un horizon long, ils représentent un coût immédiat. L'interrogation sur les modèles de gouvernance susceptibles de favoriser le développement d'actifs immatériels se pose donc de manière aigüe.
3. La littérature microéconomique sur la théorie de la firme souligne les conditions particulières de production des actifs intangibles. Trois caractéristiques sont plus particulièrement mises en avant : l'importance des investissements spécifiques en capital humain, la complémentarité des actifs (tangibles et intangibles) et la production d'externalités. Chacune de ces caractéristiques pose un problème économique spécifique :
  - Concernant les investissements en capital humain, il s'agit d'un problème d'engagement : comment inciter les salariés à spécialiser leur capital, alors même que cette spécialisation réduit leur pouvoir de négociation ?
  - Concernant la complémentarité des actifs, il s'agit d'un problème d'observation : l'évaluation externe d'un processus de création de richesse reposant sur des actifs complémentaires est particulièrement délicate.
  - Concernant enfin la production d'externalités, il s'agit d'un problème de captation : comment des acteurs privés peuvent-ils prendre en compte des phénomènes qui échappent par définition au système des prix ?Un modèle de gouvernance orienté sur le long terme doit être évalué au regard de ces trois critères.
4. Trois modes purs de contrôle et de gouvernance des entreprises peuvent être distingués :
  - Le contrôle par la liquidité, caractéristique des années 1990, accorde une priorité absolue à l'intérêt des actionnaires dans la gestion des entreprises. Le contrôle est assuré par l'activation des mécanismes liés au marché boursier, en particulier les OPA/OPE et les *stock options*. Il est d'autant plus efficace que la propriété sociale est dispersée (que les marchés sont liquides).

- Le second mode de contrôle, le *private equity* dans la version *Leverage Buy Out*, est caractéristique de la phase actuelle. Ce mode de gouvernance accorde la même priorité aux actionnaires que le précédent. Mais la nature du contrôle est strictement opposée, en tant qu'il opère par une (re)concentration drastique du capital social.
  - Le contrôle « partenarial » étend la responsabilité des dirigeants et des administrateurs, qui doivent agir dans l'intérêt de l'entreprise elle-même. Cette entité est constituée des parties prenantes au processus de création de valeur et qui investissent à risque dans ce processus.
5. Le contrôle par la liquidité butte à la fois sur la question des investissements en capital humain et sur le problème de l'évaluation par des actionnaires externes, à distance, d'une création de richesse marquée par la complémentarité des actifs. Le modèle du *private equity* règle ce second problème, en rapprochant actionnaires et direction d'entreprise. Mais il échoue à produire un environnement favorable à l'investissement en capital humain spécifique. Par ailleurs, aucun de ces deux modes de contrôle n'est à même d'intégrer la question des externalités. Ces deux modes de contrôle entrent donc en contradiction avec un modèle d'affaire de long terme, centré sur les immatériels.
  6. *A contrario*, une gouvernance partenariale crée les conditions à la fois d'un engagement poussé des salariés et d'une évaluation au plus près des processus de création de valeur.
  7. La montée en puissance des investisseurs de long terme, portant des engagements de passif et diversifiant leurs actifs, est à même de favoriser une gouvernance partenariale : à la fois diversifiés mais peu liquides, ces investisseurs ont intérêt à dépasser l'alternative contrôle par la liquidité / contrôle par concentration du capital. Par ailleurs, ces acteurs privés, du fait de la diversification de leur portefeuille, sont à même de prendre en compte les externalités. Cette évolution est encore renforcée par la montée en puissance des fonds de capitalisation publics.
  8. Pour un investisseur de long terme, trois leviers de gouvernance sont identifiables : la prise en compte de critères extra-financiers, l'utilisation des droits de vote aux assemblées générales et la promotion d'administrateurs dont la légitimité n'est pas seulement assise sur l'indépendance mais également sur l'expertise. Si l'intégration de l'extra-financier et l'usage des droits de vote sont en progression, la réflexion sur le rôle et la composition des conseils d'administration reste largement en retrait. Les conséquences très mitigées, voire négatives, de la montée en puissance de l'indépendance, pensée sur le mode de l'extériorité, devraient pourtant ouvrir la voie en ce sens.

## CONCLUSION GENERALE

La crise qui se développe depuis juillet 2007 rassemble tous les ingrédients de mauvaise gouvernance financière. Un crédit facile avec l'appui tacite des banques centrales a logé des leviers énormes dans plusieurs domaines (financement immobilier, opérations de LBO, la plupart des stratégies de hedge funds) à la poursuite de sur rendements (faire de l'alpha). Une esquivance du risque par les grandes banques d'affaire mondiales a induit une titrisation systématique des crédits (ABS et CDO), sans se préoccuper si le gisement de dettes sur lesquels ces titres étaient adossés étaient corrélés ou non. Les agences de notation ont systématiquement accolé AAA à ces montages, faisant croire aux investisseurs qu'ils étaient sûrs. Les banques ont transféré ces actifs hors bilans dans des conduits (les SIV) financés par du papier commercial dont les investisseurs se sont gavés. Les banques ont dû les réabsorber lorsque le papier commercial est devenu invendable. L'opacité de ces opérations de gré à gré est totale pour les investisseurs qui n'ont, en outre, guère de moyens d'exercer un monitoring efficace sur les gérants des fonds à travers lesquels ils s'adonnent à la gestion alternative.

L'allocation d'actifs et les modes de délégation de gestion ont été remis en cause, non seulement dans la gestion alternative, mais aussi dans la gestion de marché standard. Qui aurait pu croire que du papier commercial deviendrait invendable et que des SICAV monétaires auxquelles les banques ont accolé l'adjectif « dynamique » deviendraient illiquides ?

La crise massive de l'évaluation des produits complexes a montré que le risque était transféré à l'aveugle sur les agents économiques qui auraient dû en être protégés. L'inefficience des modes de gouvernance actuels de la finance dérégulée met en perspective la question centrale du rapport : quels doivent être les principes guidant le comportement d'investisseurs financiers diversifiés qui, du fait leurs engagements de passif, ont un horizon d'investissement de long terme ?

Pour répondre à cette question, nous avons mené un travail d'approfondissement théorique et d'enquête de terrain. Celle-ci a consisté en interviews de responsables de fonds disposant *a priori* d'un horizon d'investissement long (fonds de pension à prestation définie et fonds publics de capitalisation, notamment) et d'autres professionnels (gestionnaires d'actifs, gérants de hedge funds). L'étude a couvert les champs de l'allocation d'actifs, de la délégation de gestion et de la gouvernance d'entreprise.

On a pu mettre en lumière le décalage entre le modèle standard d'investissement qui a conduit à la crise de l'évaluation et des transferts de dettes et les conditions d'un engagement de long terme. La dissociation des horizons temporels entre allocation tactique et stratégique, la délégation de gestion de plus en plus « marchandisée », et le contrôle des sociétés par le biais de la liquidité boursière posent des problèmes que nous avons cherchés à identifier.

Les engagements sociaux des grands investisseurs et les interventions des États dans les processus de capitalisation sont des forces qui vont en sens contraires de la « marchandisation » généralisée des risques. Elles peuvent contribuer à stabiliser la finance de marché et à réconcilier la logique financière avec une économie réelle où les actifs immatériels (en particulier le capital humain) voient leur importance croître.



Les grands investisseurs institutionnels sont appelés à devenir les acteurs prépondérants de la finance. Cette évolution est inscrite dans les tendances les plus lourdes de la démographie et dans la nécessité de nouer un contrat social intergénérationnel dans les pays développés. La raison est dirimante. La finance de marché est incapable d'assumer les risques financiers liés à l'accroissement de l'espérance de vie et au capital humain. Parce que celui-ci est inhérent à la personne humaine qui n'est pas aliénable, il est impossible que les individus puissent émettre des obligations contre leur capital humain en collatéral. C'est la raison même de la contractualisation de l'épargne sous l'égide des investisseurs institutionnels. Il leur revient de surmonter une externalité dynamique rédhibitoire. Ce rôle crucial des investisseurs financiers à long terme ne pourra aller sans la garantie des Etats, dont la contrepartie est un contrôle prudentiel de la gestion des actifs à partir des contraintes du passif.

Nous pensons que l'affirmation de la prépondérance de ces investisseurs va remodeler à la fois la délégation de gestion et la gouvernance des entreprises. En ce qui concerne la délégation de gestion, la crise financière actuelle a montré que le danger venait de la méconnaissance des lieux où étaient portés les risques de marchés déséquilibrés, parce que la titrisation généralisée fait circuler les risques de manière opaque. Les investisseurs institutionnels qui ont été alléchés par des gains à court terme obtenus passivement vont faire l'expérience de pertes qu'ils n'ont pas maîtrisées. Ils devraient donner une impulsion à des réformes dans trois directions : mettre leur influence en faveur d'une réglementation plus précise et d'une divulgation plus complète d'informations, approfondir sensiblement la connaissance des risques de passif de manière à modeler l'allocation d'actifs sur le cycle de vie et sur l'évolution de la structure par âge de la population et, enfin, redéfinir les principes de la délégation de gestion de manière à reprendre fermement le pouvoir de contrôle.

D'un point de vue opérationnel, les grands investisseurs institutionnels doivent investir dans les compétences leur permettant d'internaliser beaucoup plus les caractéristiques essentielles de leurs allocations et de mener un contrôle intégré du risque de la gestion interne et de la gestion déléguée. Ils doivent appuyer cette allocation sur des scénarios à horizon long et révisables au plus tous les trois ans. Ils doivent projeter les rendements à long terme, à la fois pour mener une gestion stabilisante, parce que tirant parti des retours vers la moyenne, et pour évaluer les gestionnaires délégués. Ils doivent prendre en compte soigneusement les corrélations entre leur portefeuille de marché et leurs portefeuilles satellites d'actifs alternatifs. Ils doivent incorporer des critères extra financiers dans la projection des rendements à long terme en utilisant les avancées des agences de notation extra financières. Ils doivent enfin s'impliquer dans la gouvernance des entreprises. Leur influence peut s'exercer directement par la voie de l'assemblée générale. Elle peut aussi être indirecte en énonçant et en contrôlant le respect de principes selon lesquels le conseil d'administration devrait être capable d'élaborer l'intérêt commun de l'entreprise et de superviser effectivement le management.