

**GOUVERNANCE DE L'INTERMEDIATION DE MARCHE  
ET VOLATILITE**

**Rapport final  
Observatoire Européen de l'Epargne**

Membres de l'équipe du Laboratoire d'Economie d'Orléans (LEO)

**Raphaëlle Bellando, maître de conférences à l'Université d'Orléans**

**Françoise Le Quéré, maître de conférences à l'Université d'Orléans**

**Franceline Mercurelli, doctorante à l'Université d'Orléans**

**Jean-Paul Pollin, professeur à l'Université d'Orléans**

**Sébastien Ringuédé, maître de conférences à l'Université d'Orléans**

**Linh Trinh Dieu, doctorante à l'Université d'Orléans**

**Anne-Gaël Vaubourg, maître de conférences à l'Université d'Orléans**

## **PREMIERE PARTIE**

### **Le conflit d'agence dans la délégation de gestion de portefeuille : une revue de littérature**

Selon un rapport de la BRI sur la gestion d'actifs institutionnelle (2003), la croissance de l'industrie de la gestion d'actifs est un des phénomènes les plus importants parmi les changements structurels récents du système financier. On observe en effet qu'une part croissante des placements dans les pays industrialisés n'est pas gérée directement par les investisseurs, mais déléguée à des intermédiaires financiers. Il est, dès lors, important de comprendre les stratégies de placement des gérants, et de savoir si leur pratique est ou non source d'efficience<sup>1</sup>.

Une vaste littérature tant théorique qu'empirique s'est développée qui cherche à comprendre et à évaluer l'existence et les conséquences d'éventuels conflits d'intérêt qui émergent de la relation entre un investisseur et son gérant de portefeuille. Après avoir décrit la relation de délégation et ses différentes formes, nous présentons dans une première section une revue sélective de la littérature consacrée à ce problème d'agence. Or, il pourrait résulter de cette relation un certain nombre d'effets pervers pesant sur le comportement des *managers* de fonds. Nous passons ensuite en revue les travaux qui s'intéressent aux niveaux théorique et empirique aux conséquences potentielles de ce problème d'agence que sont la possibilité de prises de risque excessives, et les phénomènes de mimétisme.

## **I. LE PROBLEME D'AGENCE**

La délégation de gestion de portefeuille concerne un certain nombre de relations plus ou moins complexes dans lesquelles un investisseur confie directement ou non à un tiers la gestion de son épargne<sup>2</sup>. Dans la réalité, les investisseurs passent un contrat avec une société de gestion, laquelle va prendre en charge leur portefeuille en contrepartie d'une rémunération (frais de souscription, commissions de gestion...). La société de gestion

---

<sup>1</sup> Lors des crises financières récentes (après la crise des valeurs NTIC, puis les affaires de type Enron), une part de la hausse observée de la volatilité a parfois été attribuée aux comportements des investisseurs institutionnels. Ces questions sont abordées dans un numéro spécial de la *Revue d'Economie Financière* n°74 (2004) sur le thème de « La volatilité des marchés financiers ».

<sup>2</sup> Pour un panorama très complet de l'industrie de la gestion d'actifs, on peut consulter le numéro spécial de la *Revue d'Economie Financière* n°79 (2005) sur le thème de « l'industrie de la gestion d'actifs », et en particulier l'article de Boulier et Pardo.

emploie et rémunère un ou plusieurs gérants qui vont choisir la composition du portefeuille. Les investisseurs peuvent être des particuliers ou des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance, caisses de retraite, mutuelles). Dans ce dernier cas, la relation comporte plusieurs niveaux puisque l'investisseur « final » confie des fonds à un investisseur institutionnel qui lui-même va en déléguer la gestion. On distingue enfin la gestion collective (c'est le cas des SICAV et FCP français) de la gestion discrétionnaire, ou gestion sous mandat, utilisée pour l'essentiel par les investisseurs institutionnels.

Dans ce qui suit, nous retenons, comme le font l'essentiel des travaux théoriques sur ce thème, un schéma très simplifié : nous considérons la société gestionnaire et le gérant de portefeuille comme une seule entité que nous appelons gérant ou *manager*. Compte tenu de la complexité de la chaîne de délégation et des modalités de contrôle de la société de gestion, nous considérons ici la gestion collective<sup>3</sup> d'un portefeuille appartenant à un investisseur individuel.

Dans ce cadre, on montre que la délégation de gestion de portefeuille donne lieu à des asymétries d'information qui sont à l'origine de problèmes d'agence très spécifiques lesquels rendent difficile la mise en place d'un contrat optimal. De plus, la prise en compte du caractère multi-périodique du contrat entre gérant de portefeuille et investisseur enrichit considérablement l'analyse. Des effets plus indirects, par exemple liés à la réputation, peuvent alors émerger qui sont à l'origine d'incitations implicites - des incitations qui ne sont pas directement spécifiées dans le contrat de rémunération - pour le gérant de fonds.

### **I. A. L'existence d'un contrat optimal**

Un investisseur cherche à déléguer la gestion de son portefeuille, en particulier parce que le *manager* est supposé avoir une habileté particulière dans la collecte et l'interprétation d'informations aidant à la prévision de rendements futurs des actifs, donc dans la détection de « bons » placements. Les autres raisons de déléguer son portefeuille tiennent à la possibilité de réduire les coûts de conversion, l'existence d'économies d'échelle dans l'acquisition d'information, la possibilité de diversifier le risque de son portefeuille à moindre coût... Les problèmes associés à ce type de délégation sont nombreux et résultent d'un problème d'agence dont Stracca (2005) souligne la spécificité.

---

<sup>3</sup> Dans les travaux empiriques, il est question pour l'essentiel des fonds mutuels.

Tout d'abord, la littérature dans sa grande majorité considère une configuration dans laquelle les deux parties ont une aversion à l'égard du risque alors que dans la plupart des domaines d'application de la théorie de l'agence, le principal est considéré comme neutre au risque. On sait bien en effet que les comportements d'aversion à l'égard du risque des investisseurs sont au cœur de la théorie de la finance de marché, et on voit mal pourquoi le fait de déléguer sa gestion de portefeuille modifierait le degré d'aversion au risque d'un investisseur.

La seconde spécificité est que les opérations réalisées par le *manager* sont susceptibles d'affecter simultanément le rendement et le risque du portefeuille. De plus, il existe plusieurs niveaux d'asymétrie d'information. Il est impossible, de façon très classique, de distinguer *ex ante* les bons et les mauvais gérants de portefeuille. De même, l'effort pour acquérir de l'information - qui est modélisée dans la littérature sous forme d'un signal qui permet d'améliorer la précision des prévisions - représente un coût pour l'agent (le *manager*), et n'est pas observé par le principal (l'investisseur). Enfin, ce dernier ignore les informations collectées par l'agent et ne peut contrôler l'échelle de sa réponse au signal, c'est-à-dire la manière dont celui-ci les utilise dans le cadre de sa gestion de portefeuille. Autrement dit le *manager* peut cacher une information au principal.

Dans ce cadre, dès lors que leurs intérêts ne coïncident pas, les *managers* de fonds peuvent engager des actions qui diffèrent de celles qui auraient maximisé le rendement ajusté du risque pour l'investisseur. De façon traditionnelle dans la théorie de l'agence, le principal va alors chercher à mettre en place un contrat qui incite l'agent à agir dans son intérêt.

La littérature qui cherche à mettre en évidence l'existence d'un contrat optimal est difficile à synthétiser car les résultats sont très sensibles aux hypothèses : nombre d'actifs risqués, nombre de périodes retenues, structure de l'information, observabilité de l'effort, nombre de niveaux dans la relation d'agence.... Nous tentons ici d'en donner les principaux résultats en dégagant les intuitions sous-jacentes.

Un contrat optimal de gestion de portefeuille doit permettre de partager les risques en fonction des degrés d'aversion pour le risque des deux parties. Il doit aussi inciter le *manager* à l'effort dans l'acquisition d'information<sup>4</sup>. Or la littérature montre que ces deux

---

<sup>4</sup> Comme il a été indiqué en introduction, il existe aussi un problème d'anti-sélection. Certains travaux s'attachent en effet à la capacité d'un contrat de rémunération à éviter l'asymétrie d'information initiale due à l'ignorance *ex ante* du principal quant aux capacités du manager (Bhattacharya et Pfleiderer (1985), Admati et Pfleiderer (1997)). Mais ce n'est pas le problème central auquel s'intéresse la littérature sur les contrats, qui

objectifs ne peuvent pas toujours être simultanément atteints par l'adoption d'un contrat de rémunération. Ainsi, une première vague de travaux concluait à l'absence de contrat optimal. Certains travaux récents, cependant, viennent remettre en question ce constat d'échec en montrant que le problème peut être résolu en imposant par contrat des contraintes de gestion au *manager*. Enfin, l'observation des contrats existants permet de mieux appréhender la manière dont le problème d'agence est traité dans la réalité.

### ***I. A. 1. Le partage des risques***

Pour comprendre la spécificité du problème d'agence, il est utile de partir d'une situation de référence de laquelle il est absent, pour ensuite analyser les effets de son introduction. Si l'effort de l'agent et l'information qu'il collecte sont observables, il n'y a pas de problème d'agence et on est en situation d'optimum de premier rang<sup>5</sup>. Le seul problème est alors celui du partage des risques entre investisseur et *manager*. Ce dernier choisit le risque du portefeuille et le principal va chercher un contrat qui contraigne ce risque au niveau désiré. Comme le remarque Starks (1987), le partage des risques ne peut être réalisé correctement qu'avec un contrat symétrique. Elle prend l'exemple d'un contrat asymétrique avec bonus en cas de dépassement d'un certain niveau de rendement. Le *manager* aura alors tendance à choisir un portefeuille plus risqué puisqu'en cas de configuration défavorable, sa perte est limitée. Plus généralement, les travaux sur la théorie de l'agence appliquée au marché du travail<sup>6</sup> montrent qu'un partage optimal des risques implique que la valeur finale de la richesse (du portefeuille) soit partagée en proportion du poids de la tolérance pour le risque (inverse du coefficient d'aversion au risque) dans la tolérance « sociale »<sup>7</sup>. Un individu plus tolérant au risque devra effectivement porter une part plus grande du risque du portefeuille.

Dans le cas le plus simple d'un contrat de rémunération linéaire (qui correspond à une rémunération de l'agent en pourcentage de la valeur de l'actif géré en fin de période), cette règle de partage aboutit à la forme suivante :

---

préfère souvent traiter de l'aléa de moralité. Les problèmes d'anti-sélection sont par contre présents dans la littérature sur les incitations implicites.

<sup>5</sup> Notons que dans cette situation de référence, le fait de déléguer la gestion son portefeuille se justifie ici par d'autres critères que la capacité de l'agent à collecter une information privée : meilleure diversification du risque due à la taille globale du portefeuille, ou économies d'échelle dans les coûts de conversion.

<sup>6</sup> Voir notamment Wilson (1968).

<sup>7</sup> Si  $a$  est le coefficient d'aversion au risque du manager et  $b$  celui de l'investisseur, la part optimale du portefeuille pour le manager est égale à  $1/(1+a/b)$ .

$$f(r) = C + k.r \tag{1}$$

Où  $f(r)$  est la rémunération du gérant par unité placée,  $r$  est le taux de rendement du portefeuille.  $C$  est la part fixe de la rémunération, il s'agit d'une constante qui satisfait aux contraintes de participation de l'agent<sup>8</sup>. Le paramètre  $k$  est la part du rendement qui revient au *manager*. Plus  $k$  est élevé, plus le risque porté par le gérant est grand, c'est donc ce paramètre qui partage le risque entre les deux parties du contrat.

### ***I. A. 2. L'incitation à l'effort en cas d'aléa de moralité***

Si on suppose à présent que le principal n'est pas en mesure d'observer l'effort réalisé par le principal pour collecter une information dont dépend la rentabilité du portefeuille, il va, de façon classique, tenter d'intégrer dans le contrat des éléments qui vont inciter l'agent à l'effort.

Intuitivement, on voit que le principal va chercher à rendre la rémunération de l'agent plus sensible au rendement du portefeuille. Autrement dit, il faudrait lui offrir une part plus grande du rendement du portefeuille, ce qui dans le contrat de rémunération ci-dessus (relation (1)) correspond à une augmentation de  $k$ . Or, ce coefficient est aussi celui qui sert à partager le risque. Accroître l'incitation à l'effort devrait donc pousser le gérant à prendre à sa charge une part plus importante du risque. La question est alors de savoir si l'agent a les moyens de résister à ce type d'incitation.

La littérature considère deux types de cas : lorsque le *manager* vend de l'information au principal qui constitue lui-même son portefeuille (Bhattacharya et Pfleiderer (1987), Dybvig, Farnthworth et Carpenter (2004)), et lorsque le *manager* est aussi chargé de gérer le portefeuille du principal (Stoughton (1993), Admati et Pfleiderer (1997), Gomez et Sharma (2005)). En fait, cette distinction n'est pas si fondamentale qu'il y paraît. La vraie question est de savoir si le principal a les moyens de contrôler si l'information lui est bien transmise dans le premier cas, et qu'elle est bien utilisée pour gérer son portefeuille dans le second.

Dans cette configuration favorable, le principal va pouvoir, par la forme du contrat de rémunération, imposer avec efficacité à l'agent une incitation à l'effort. On trouve alors directement un optimum de second rang. Dans le cas contraire, il n'existe pas de contrat de

---

<sup>8</sup> La constante  $C$  inclut la compensation de l'effort de l'agent dont le niveau est supposé connu ici.

rémunération optimal. L'addition de contraintes de gestion pourrait cependant permettre au principal de récupérer un certain contrôle de l'effort de l'agent.

*a - Cas favorable : le principal peut contrôler l'information*

Ici, le principal n'observe pas l'effort, mais contrôle l'information collectée par le *manager* et son utilisation éventuelle dans la gestion du portefeuille. Le *manager* n'est alors pas capable de contrecarrer une incitation à l'effort : il va devoir fournir l'information collectée, ou sera contraint de la répercuter dans la formation du portefeuille. Chez Dybvig, Farnthworth et Carpenter (2004), ce cas correspond à l'optimum de second rang (l'effort est inobservable, mais l'information est connue). Un contrat de rémunération optimal existe alors, lequel combine une part du portefeuille du principal et une part du rendement en excès par rapport à celui d'un portefeuille de référence. Dans le cas le plus simple, il est de la forme suivante :

$$f(r) = C' + k'(r-r^*) \quad (2)$$

Où  $r^*$  est le taux de rendement du portefeuille de référence. Ce résultat est classique : le *manager* ne doit bénéficier en échange de cet effort que de sa propre habileté et non des mouvements « normaux » du marché. L'existence d'un aléa de moralité est tel qu'un contrat de rémunération adéquat doit exposer l'agent aux risques qui sont liés à son effort, mais ne doit pas l'exposer à la part du risque qu'il ne peut contrôler. Dès lors, on ne va pas pénaliser (resp. récompenser) l'agent si le marché est en baisse (resp. en hausse), mais on le fera si ses performances sont moins bonnes (resp. meilleures) que le marché. C'est l'intuition qui sous-tend le résultat de nombreux travaux dont le contrat optimal est de ce type<sup>9</sup>.

De plus, le paramètre  $k'$  ne joue plus seulement un rôle de partage du risque, il incorpore maintenant la rémunération de l'effort supposé être à l'origine d'une bonne performance du fonds<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Cet argument est donné par exemple par Maug et Naïk (1996), ou Rennie et Cowhey (1990).

<sup>10</sup> Dans les modèles à un seul actif risqué (Starks (1987), Gomez et Sharma (2005)),  $r^*$  devient le rendement de l'actif sans risque, qui n'est pas aléatoire. Ce rendement étant constant, la rémunération se ramène à une valeur fixe ( $C' - k'r^*$ ) ajoutée d'un pourcentage de l'actif géré en fin de période : on retrouve la relation (1) avec un coefficient  $k'$  plus élevé que  $k$ .



*b - Cas défavorable : le principal ne peut pas contrôler l'information, ni son usage*

Ce dernier cas correspond à la situation, probablement assez représentative de la délégation de gestion de portefeuille, dans laquelle le principal ne peut observer ni l'effort, ni l'information.

L'hypothèse selon laquelle le *manager* gère lui-même le portefeuille de l'investisseur, sans que ce dernier puisse contrôler directement l'usage qui est fait de l'information, a été largement examiné dans la littérature (Stoughton (1993), Admati et Pfleiderer (1997), Gomez et Sharma (2005)). Ici, l'agent peut toujours réagir à une modification du contrat de rémunération visant à l'inciter à plus d'effort en modifiant la composition du portefeuille géré. En d'autres termes, le contrat de rémunération ne peut plus déterminer le niveau de l'effort fourni.

Ce problème a été soulevé et démontré pour la première fois par Stoughton (1993). Il montre dans un modèle avec un actif risqué qu'il n'y a pas de parade au problème d'aléa de moralité : l'agent peut, en manipulant la composition de son portefeuille (le poids de l'actif risqué dans son modèle), choisir son niveau d'effort et ainsi contrecarrer toute tentative du principal pour l'inciter à plus d'effort.

En effet, le taux de rendement du portefeuille se décompose de la façon suivante :

$$r = \alpha r_r + (1-\alpha) r_{sr} \quad (3)$$

où  $\alpha$  est la part du portefeuille investie en actif risqué de rendement  $r_r$ , et  $(1-\alpha)$  la part du portefeuille investie dans l'actif sans risque dont le taux rendement inférieur est noté  $r_{sr}$ .

Le taux de rémunération du *manager* devient alors :

$$f(r) = C + k(\alpha r_r + (1-\alpha) r_{sr}) \quad (4)$$

On voit que toute augmentation de l'incitation à l'effort (hausse de  $k$ ) peut être neutralisée par une réduction de la part d'actif risqué  $\alpha$ . Autrement dit, comme la hausse de  $k$  augmente la part de risque de l'agent, celui-ci va compenser cet effet en accroissant le poids de l'actif sans risque dans le portefeuille.

Admati et Pfleiderer (1997) confirment la présence d'un tel effet dans un modèle à plusieurs actifs risqués. L'incitation à l'effort est ici accrue en augmentant le coefficient  $k$

de la relation (2), c'est-à-dire en accroissant la part attribuée au gérant de portefeuille, dans l'écart de rendement relativement au *benchmark*. On voit très bien en regardant cette relation que le gérant peut annuler l'effet d'une hausse de  $k'$  en rapprochant la composition de son portefeuille de celle du *benchmark*. Dans les deux modèles considérés, on voit que toute tentative d'accroître l'incitation à l'effort entraîne l'adoption de comportements plus « conservateurs » de la part de l'agent.

On aboutit aux mêmes conclusions lorsque le gérant vend de l'information, et qu'il est à même de cacher certaines des informations qu'il a collectées. Ici encore, le principal n'a pas les moyens d'inciter l'agent à l'effort en augmentant  $k'$ . Dybvig, Farnthworth et Carpenter (2004) montrent qu'avec un contrat de type (2), qui serait optimal si l'information était révélée, le *manager* tend encore une fois à adopter une position conservatrice. Il va cacher des informations lorsqu'il estime qu'elles pousseraient le principal à changer la composition de son portefeuille dans le sens d'un accroissement du risque. La rémunération du gérant deviendrait alors, comme le rendement du portefeuille, plus risquée. Ce sont par conséquent les informations extrêmes qui sont susceptibles d'être cachées dans le sens où elles feraient prendre à l'investisseur qui en disposerait des risques qui paraissent excessifs au *manager*.

### *c - Les contraintes de gestion, solution à l'impossibilité d'inciter*

Pour éviter au *manager* de basculer dans une attitude passive consistant à suivre le *benchmark*, Dybvig, Farnthworth et Carpenter (2004) suggèrent qu'un contrat récompensant le gérant lorsqu'il livre une information correspondant à des événements extrêmes l'inciterait à mener une gestion plus active du portefeuille. Ainsi, on retrouverait un contrat optimal à la condition d'y inclure des contraintes (ou des incitations) de révélation d'information.

Gomez et Sharma (2003) se sont intéressés à l'influence de contraintes limitant la possibilité de vente à découvert, dans un modèle avec effort inobservable. Ils montrent que, contrairement aux résultats précédents, un contrat prévoyant une rémunération proportionnelle aux performances relatives redevient optimal. En le couplant avec une

contrainte sur les ventes à découvert, le principal retrouve en effet sa capacité à contrôler l'effort du gérant dans sa démarche d'acquisition d'informations<sup>11</sup>.

### *1. A .3 . Les types de contrats observés*

Il est intéressant de confronter les résultats théoriques exposés jusque là aux conclusions que l'on peut tirer de l'observation des contrats effectivement noués entre les investisseurs et gérants de portefeuille.

Wylie (1999) passe en revue les travaux empiriques qui s'intéressent à la forme des contrats de rémunération des fonds<sup>12</sup>, et souligne leur caractère standardisé. Dans la réalité, on observe qu'une large majorité de fonds ont un contrat de rémunération lié à la valeur de l'actif géré en fin de période<sup>13</sup>. Boulier et Pardo (2005) indiquent que cela vaut aussi pour les fonds français. Un pourcentage très faible de fonds ajoute à cela des incitations liées aux performances (bonus en fonction du supplément de rendement relativement à un *benchmark*, ou relativement à un niveau prédéfini). Selon Ippolito (1992) ou Golec (1992) par exemple, ces pratiques concernent environ 5% des fonds aux Etats-Unis.

Plus récemment, Elton, Gruber et Black (2003) montrent qu'au cours des années 90 moins de 2% des fonds mutuels américains, qui représentent environ 10% des actifs placés sous cette forme, utilisent ce type d'incitations. Ce sont donc plutôt les fonds de taille importante qui y recourent. Les auteurs montrent par ailleurs que la croissance de leurs actifs est plus forte que la moyenne des fonds, ce qui attesterait de la relative attractivité de telles pratiques. Elles n'en restent pas moins très minoritaires.

Dybvig, Farnthworth et Carpenter (2004) soulignent cette apparente contradiction : alors qu'en présence d'aléa de moralité la littérature semble montrer qu'un contrat optimal devrait avoir des composantes très incitatives, celles-ci sont peu courantes dans la réalité. Ils concluent que si les contrats ne contiennent pas d'incitations spécifiques, c'est parce qu'il existe dans les faits d'autres façons de contrôler l'effort.

---

<sup>11</sup> En présence de contraintes sur les ventes à découvert, l'effort est toujours inférieur à ce qu'il est en leur absence. En effet ces contraintes réduisent le champ des portefeuilles possibles et donc réduisent l'incitation de l'agent à l'effort : l'information acquise est susceptible de n'avoir aucune utilité si les opérations qui devaient en découler sont interdites. Le fait d'accroître le caractère incitatif de sa rémunération vient alors partiellement annuler les effets défavorables des contraintes.

<sup>12</sup> Rappelons que dans les travaux évoqués ici, les contrats en question lient l'investisseur et la société de gestion. On ne peut exclure que le mode de rémunération du gérant par la société de gestion contienne des composantes incitatives plus importantes.

<sup>13</sup> Cette règle ne vaut pas pour les *hedge funds* dont le mode de rémunération est étudié par Goetzman, Ingersoll et Roll (2001), et pour lesquels les rémunérations les plus incitatives dominent.

Cette observation paraît confirmée par le travail de Almazan, Brown, Carlson et Chapman (2002) qui examinent la forme des contrats de délégation de portefeuille. Selon ces auteurs, par analogie avec les résultats de la théorie de l'agence traditionnelle, les contraintes imposées aux gérants de fonds<sup>14</sup> (qui limitent l'effet de levier, l'usage des dérivés, ou imposent un degré minimal de liquidité des titres en portefeuille<sup>15</sup>) sont une des composantes des mécanismes de contrôle mis en place pour réduire les coûts liés aux conflits d'agence. D'autres modes de contrôle existent (directeurs du fonds, contrôle des carrières, contrôle des pairs....) dont la présence dépend de la structure du fonds. Ils montrent sur des données très détaillées, concernant près de 10 000 fonds mutuels états-unien entre 1994 et 2000, que les contraintes sont très fréquentes : 66% des fonds en 2000 sont restreints sur les ventes à découvert, 21% sont limités sur leur capacité d'emprunt, et respectivement 23% et 31% sont limités dans leur recours aux options et aux contrats à terme. Les auteurs observent que les contraintes sont présentes lorsque ces mécanismes de contrôle direct sont faibles ou absents : c'est le cas par exemple en l'absence de membres extérieurs dans la direction du fonds, où lorsque le fonds est géré par une équipe plutôt que par un individu, ce qui dilue les responsabilités. Pour terminer, il apparaît que les fonds soumis à des contraintes de gestion ne sont pas significativement plus rentables que les autres. Les auteurs concluent de ces différents constats qu'il doit exister une forme de substituabilité entre contrôle et contraintes.

Au total, dans l'industrie de la gestion de portefeuille, la plupart des contrats ne prévoient en fait qu'une rémunération en proportion de l'actif géré. La faible proportion de contrat de rémunération avec des composantes incitatives fortes s'explique par l'existence de modalités alternatives de contrôle de l'effort : contrôle direct ou contraintes de portefeuille. Par ailleurs, le mode de rémunération dominant est à l'origine d'incitations implicites évoquées ci-dessous, qui constituent aussi un mode de contrôle indirect du travail et des qualités d'un *manager*, et dont on peut penser qu'elles jouent un rôle plus important dans la réalité que les incitations explicites, c'est-à-dire celles qui sont partie intégrante du contrat de rémunération<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Dans les faits, ces contraintes ne sont pas toujours imposées par l'investisseur. Une partie d'entre elles peut-être issue de la réglementation (en France, les OPCVM traditionnelles n'ont pas le droit de détenir plus de 10% de leur actif en espèces ou sont soumises à des règles de diversification). En dehors de ces contraintes réglementaires, il faut distinguer la gestion sous mandat dans laquelle le mandant peut imposer au mandataire des contraintes de gestion spécifiques et la gestion collective où les fonds s'imposent à eux-mêmes des règles d'investissement et sont tenus d'en informer le public.

<sup>15</sup> Ce qui exclut l'achat de titres non cotés.

<sup>16</sup> A cet égard, on peut penser que les contraintes de gestion sont imposées aux fonds pour contrer en partie au moins, les effets des incitations implicites.

## **I. B. Les incitations implicites**

L'analyse des contrats optimaux se limite souvent à examiner une relation de délégation limitée à une période. Or, le principal va pouvoir, suite à des publications de résultats, se faire une meilleure idée des qualités de son gérant. Avec le temps qui passe, il va être possible aussi d'observer et la rentabilité et le risque pris. Et en cas d'insatisfaction, le principal pourra éventuellement sortir du fonds. De plus, un investisseur qui arrive sur le marché va pouvoir disposer d'informations sur les performances passées d'un *manager* déjà en fonction, et ainsi être mieux placé pour résoudre le problème d'anti-sélection. Du fait des mouvements de fonds qui en résultent, les gérants de fonds subissent donc des incitations *implicites*, qui s'ajoutent aux incitations éventuelles incluses dans les contrats. Nous envisageons ici les conséquences de ce type d'incitations liées aux performances passées.

### ***I. B. 1. La menace de licenciement***

De mauvaises performances pourraient tout d'abord entraîner l'exclusion future du *manager* par licenciement. Heinken et Stoughton (1994) montrent ainsi que la menace de licenciement du *manager* en cas de mauvais résultats a plus d'effet qu'une incitation explicite et joue en faveur des intérêts du principal. Deux travaux empiriques sur cette question (Khorana (1996) et Chevalier et Ellison (1999)) montrent que la probabilité de remplacement d'un gérant est négativement liée aux performances récentes du fonds qu'il gère. Chevalier et Ellison (1999) montrent de plus que la décision de remplacer un jeune *manager* est plus sensible aux performances récentes que dans le cas d'un *manager* expérimenté. Ils montrent aussi que les portefeuilles des jeunes *managers* sont moins risqués que ceux des anciens.

### ***I. B. 2. La présence d'effets de réputation***

On parle d'effet de réputation lorsque les flux de fonds sont sensibles aux performances passées d'un fonds relativement à celles d'un indice de référence. Les *managers* peuvent alors perdre ou gagner des clients, donc des fonds à gérer, en fonction de leurs résultats passés, ce qui est susceptible d'affecter leur rémunération qui, nous l'avons vu, est

largement dépendante de la taille du portefeuille dont ils ont la charge. Du point de vue de la relation d'agence, ces effets de réputation devraient au moins partiellement améliorer la situation du principal : les incitations implicites viendraient en quelque sorte suppléer le fait que le principal n'observe pas initialement la qualité et l'effort du *manager*.

Les premiers travaux empiriques, publiés avant les années 90, qui ont examiné le lien entre performances passées et croissance de l'actif du fonds, n'ont pas obtenu de résultats probants<sup>17</sup> pour des raisons qui tiennent soit aux techniques économétriques utilisées, soit au mode de calcul des performances. Les tests menés par la suite obtiennent des résultats plus clairs. Gruber (1996) utilise les données de 227 fonds mutuels américains entre 1985 et 1994, et met en évidence une relation positive et significative entre les entrées nettes dans un fonds et sa rentabilité passée<sup>18</sup>. D'autres travaux s'interrogent sur le caractère symétrique de cette relation et montrent qu'elle n'est pas linéaire.

Ippolito (1992) a étudié les mouvements de fonds de 143 fonds mutuels américains sur la période 1965-1984. Il met en évidence un effet positif et significatif des rendements passés ajustés du risque sur les entrées de fonds. Il montre aussi en séparant son échantillon en fonction des performances passées, que la réaction est plus forte pour les fonds gagnants que pour les fonds perdants. Chevallier et Ellison (1997) enfin, estiment une relation semi paramétrique entre les entrées de fonds et la rentabilité passée. Ils prouvent encore une fois que la relation n'est pas linéaire, et que, dans la zone de rentabilité négative, sa pente est liée à l'âge du fonds : les vieux fonds connaissent moins de sorties lors de mauvaises performances que les fonds de création récente, probablement parce que le fait d'être présent après plusieurs années d'activité est un gage de qualité<sup>19</sup>.

L'effet de réputation peut aussi passer par le classement des *managers*, ce que développe une littérature sur les tournois. Goriaev, Palomino et Prat (2001) observent en effet que le grand public est informé sur les classements et non sur les rendements relatifs passés des fonds.

Rockinger (1995) démontre que le classement d'un fonds mutuel parmi ses pairs (ceux qui présentent un même objectif) joue un rôle crucial dans les flux de fonds. Des résultats similaires sont obtenus par Sirri et Tufano (1998) lorsqu'ils s'intéressent à l'effet sur les

---

<sup>17</sup> Une recension assez exhaustive des travaux sur ce lien est réalisée par Wylie (1999) dans laquelle on trouvera de nombreuses références non citées ici.

<sup>18</sup> Pour alléger le style, nous parlons ici de rentabilité alors qu'il s'agit ici naturellement de la rentabilité ajustée du risque. Dans les travaux cités ici, elle est généralement calculée comme le coefficient  $\alpha$  de Jensen.

<sup>19</sup> Ce dernier point est à mettre en parallèle avec le modèle de réputation de Farnsworth (2004) qui conclut que les effets de réputation sont plus importants dans les premières périodes de vie du fonds et disparaissent lorsque sa réputation est installée.

mouvements de fonds des rangs d'un classement fondé sur la rentabilité passée, pour 690 fonds mutuels américains de 1971 à 1990. Un bon classement passé entraîne des entrées significatives dans le fonds et donc un accroissement marqué de l'actif géré, alors qu'il y a peu de sorties de fonds consécutives à un mauvais classement<sup>20</sup>. Les explications de la faible réactivité des investisseurs à de mauvaises performances évoquent les coûts associés au passage d'un fonds à un autre (Sirri et Tufano (1992)), ou certaines formes d'irrationalité liées par exemple à des phénomènes psychologiques connus : à partir d'un travail d'enquête, Goetzmann et Peles (1997) attestent de l'existence, dans l'évaluation par les investisseurs des performances passées de leurs fonds de placement, d'une dissonance cognitive qui consiste pour un individu à surestimer les résultats de ses choix passés.

Au total, que l'on retienne un indicateur de la rentabilité passée ou que l'on préfère un rang, la relation entre les deux variables serait donc, selon les travaux les plus récents, de forme convexe.

La littérature théorique nous montre que l'investisseur en déléguant la gestion de son portefeuille aura du mal à contrôler le travail, et la prise de risque de son *manager*. Le système de contrôle et d'incitations mis en place étant imparfait, il peut en résulter des comportements inefficients de la part des gérants de fonds.

## **II. LES CONSEQUENCES POTENTIELLES DU PROBLEME D'AGENCE**

Les effets pervers potentiels du problème d'agence sont nombreux. Nous développons ici les deux principaux<sup>21</sup>. A plusieurs reprises, nous avons vu que le degré de risque du portefeuille peut être utilisé par le *manager* comme variable d'ajustement. L'éventualité d'une prise de risque excessive est une question souvent abordée dans la littérature. Par ailleurs, une littérature abondante s'intéresse aux comportements moutonniers.

---

<sup>20</sup> Les auteurs montrent aussi que les entrées de fonds sont plus massives pour les fonds de petite taille. Ce résultat figure également dans le travail de Rockinger (1995).

<sup>21</sup> D'autres comportements inefficients sont susceptibles de se développer : Dow et Gorton (1997) montrent que des agents talentueux pourraient développer une activité effervescente injustifiée (*churning*) pour convaincre les investisseurs de leur habileté – ou encore parce qu'il peut s'avérer malaisé d'expliquer à un investisseur que l'inactivité serait la meilleure pratique.

## II. A. Prise de risque excessive

La prise de risque est au cœur du problème d'agence dans la délégation de gestion de portefeuille. Après avoir remis en perspective les arguments théoriques qui vont dans le sens d'une prise de risque excessive du point de vue du principal, nous passons en revue les travaux empiriques qui traitent de cette question.

### II. A.1. Arguments théoriques

Si l'on suppose que le principal et l'agent ont une aversion pour le risque, la source potentielle d'une prise de risque excessive de l'agent a pour origine l'asymétrie, et plus précisément la convexité, des profils de rémunération. Le profil de gain du *manager* de fonds n'est pas symétrique à la hausse et à la baisse et s'apparente au profil de gains d'une option. La convexité pourrait trouver son origine dans les contrats de rémunération, mais nous avons vu que les contrats symétriques sont largement dominants. Ce sont probablement les flux de fonds liés aux effets de réputation qui sont à l'origine de prises de risque excessives du fait de la relation convexe entre performances (ou rangs) passées et taille de l'actif géré. Cette asymétrie est probablement confortée, ainsi que Grinblatt et Titman (1989) l'ont signalé, par le fait que la responsabilité des *managers* de fonds est limitée ce qui les rend, encore une fois, moins sensibles aux pertes qu'aux gains. Toutefois ces effets pourraient être partiellement compensés par la probabilité de licenciement suite à de lourdes pertes.

Quelle que soit son origine, la convexité des rémunérations qui lui sont offertes est réputée inciter le *manager* à une prise de risque excessive. Or Carpenter (2000) et Ross (2004) précisent que les effets sont plus complexes qu'il n'y paraît : la convexité de la rémunération du gérant ne va pas suffire à annuler la concavité de sa fonction d'utilité qui traduit son aversion pour le risque. Par exemple, ils montrent que dans la configuration gagnante, le supplément de revenu touché par l'agent peut l'amener dans une zone de la fonction d'utilité de sa richesse, pour laquelle l'utilité marginale de la richesse est plus basse, ce qui peut l'inciter à prendre moins de risque.

En fait, nombreux sont les articles théoriques qui construisent des modèles intégrant ces effets de réputation, et qui montrent d'une façon ou d'une autre que cela aboutit à des distorsions quant au niveau de risque pris par les gérants de fonds. Dans un premier temps,



les travaux semblaient montrer que ce sont les fonds perdants qui devraient être tentés d'accroître leur risque.

Ainsi, Basak, Pavlova et Shapiro (2003) construisent un modèle où les effets de réputation jouent de façon non linéaire : au-dessus d'un certain seuil, les performances passées positives d'un fonds relativement à un indice entraînent de fortes entrées de fonds. Ils démontrent que si la rentabilité d'un fonds passe au-dessous de l'indice, son gérant va tendre à manipuler drastiquement son exposition au risque, et dans certains cas à l'augmenter fortement. Gorjaev, Palomino et Prat (2001) développent un modèle à deux périodes de type tournoi, avec deux fonds en compétition qui ont un objectif de rang : ils ont un gain maximal (resp. nul), s'ils sont les mieux placés (resp. les moins bien placés) en termes de rentabilité en fin de première période. Dans ce cadre, le fonds le moins bien classé sera incité à prendre des risques en fin d'année. Palomino (2005), dans une démarche semblable, obtient des résultats très proches.

Taylor (2003) remet en cause ces résultats, et les attribue au fait que ces travaux supposent que chaque gérant de fonds considère la stratégie de gestion de son compétiteur comme une référence exogène. Lorsque l'on prend en compte les interactions stratégiques entre les *managers*, les résultats sont inversés. Le fonds gagnant sur la période intermédiaire anticipe que le perdant va tendre à augmenter son niveau de risque pour tenter un rattrapage, et il va donc aussi augmenter son risque pour conserver son avantage. Son travail a le mérite, nous allons le voir, de donner une justification théorique à une partie des travaux empiriques réalisés sur le sujet.

### ***II. A. 2. Travaux empiriques***

La littérature empirique sur cette question tente d'évaluer l'ampleur des prises de risque spécifiques en fin d'année, à la veille de la publication des rendements des fonds, ou d'un nouveau classement.

Selon Brown, Harlow et Starks (1996), ce sont les gérants les moins bien placés en terme de rentabilité en début d'année, qui augmentent le plus leur niveau de risque en fin d'année et tentent ainsi d'améliorer leur position avant un nouveau classement, comportement qui est conforme avec la théorie du tournoi. Dans un genre un peu différent puisqu'ils ne se limitent pas à la dimension saisonnière du risque, Elton, Gruber et Blake (2003) montrent que les fonds ayant recours à des rémunérations incitatives ont un risque

moyen plus élevé que les autres fonds, et tendent à augmenter le risque suite à une mauvaise performance et à le réduire lorsqu'ils battent leur indice de référence<sup>22</sup>.

Toutefois un certain nombre de travaux donnent à penser que la manipulation du risque en fin de période est plutôt le fait des fonds les plus performants. Chevalier et Ellison (1997) utilisent des données de composition des portefeuilles de fonds pour montrer qu'il y a effectivement des incitations (liées aux entrées de fonds potentiellement générées par le bon rendement relatif d'un fonds) à augmenter les risques du portefeuille entre septembre et décembre, c'est-à-dire avant la publication des performances. Ces auteurs concluent que ce sont les fonds gagnants qui ont les plus fortes incitations à augmenter leur risque.

Goriaev, Palomino et Prat (2001) s'intéressent quant à eux aux effets des publications de classements des fonds de placement. Ils montrent que les fonds ont des objectifs de rang, et qu'il existe une relation positive et significative entre le classement en cours d'année d'un fonds et le niveau de risque pris en fin d'année pour les fonds qui sont bien placés (relativement au fonds médian). Ils observent que cette relation est beaucoup plus forte pour les fonds qui ont été classés dans le premier décile au cours des six premiers mois de l'année.

Enfin, des travaux plus récents de Lin, Chung et Lee (2004) et de Jans et Otten (2005)<sup>23</sup>, indiquent aussi que - au moins depuis le milieu des années 1990 - les fonds les plus performants accroissent leur risque en fin d'année dans une proportion plus forte que les autres.

Au total, le bilan sur ce point peut paraître contrasté, mais il révèle qu'il y aurait des prises de risque cachées pour des motifs indépendants de l'intérêt du principal.

## **II. B. Le mimétisme**

On dispose aujourd'hui de quelques très bonnes revues de la littérature sur les comportements mimétiques (Bikhchandani et Sharma (2000), Jondeau (2001)). Nous présentons ici les différentes formes de mimétisme présentes dans les modèles théoriques, puis nous passons en revue les résultats des travaux empiriques.

---

<sup>22</sup> Dans le même article, les auteurs montrent qu'il n'y a pas de différence significative quant aux performances relatives entre les fonds usant des rémunérations incitatives et les autres.

<sup>23</sup> Cet article est le seul parmi ceux cités sur cette question à utiliser sur données britanniques, tous les autres ayant eu recours à des données états-uniennes.

## *II. B. 1. Les différentes formes de mimétisme*

On distingue trois formes de mimétisme dont les origines diffèrent. On parle tout d'abord de mimétisme informationnel<sup>24</sup>. Avery et Zemsky (1998) montrent que des comportements mimétiques rationnels peuvent provenir du fait que les investisseurs ont du mal à évaluer les capacités de chacun d'entre eux à obtenir une information pertinente (notamment si le poids des intervenants « bien informés » est inconnu). Cela peut les amener à imiter un groupe d'investisseurs mal informés, en pensant que ce groupe détient une information pertinente.

Les deux autres formes de mimétisme sont plus proches de notre propos dans la mesure où elles résultent spécifiquement de la relation d'agence associée à la délégation de portefeuille. Dans les deux cas, en effet, le *manager* va cacher, ou ignorer, une information dont il dispose.

La notion de mimétisme de réputation a été introduite par Scharfstein et Stein (1990), qui reprennent l'idée keynésienne selon laquelle il vaut mieux avoir tort ensemble qu'avoir raison tout seul. Appliqué à la délégation de gestion de portefeuille<sup>25</sup>, leur modèle indique que des *managers* vont simplement imiter les décisions de placement d'autres *managers* en ignorant éventuellement une information privée importante. Car il est difficile, pour le principal, de distinguer entre chance et talent, et pour l'agent, de faire la preuve de son habileté. De telles pratiques, même si elles sont socialement inefficaces, peuvent être rationnelles si elles permettent de ménager une réputation qui leur est essentielle pour récolter des fonds à gérer, dans un cadre où les investisseurs ne connaissent pas leur degré d'habileté.

Enfin la troisième forme de mimétisme est liée au mode de rémunération du *manager* défini par contrat. Maug et Naïk (1996) construisent un modèle dans lequel ils dérivent un contrat optimal comprenant une rémunération liée aux performances relatives à un *benchmark* (relation (2)). Ils observent que cela incite les *managers* à dévier de leur propre allocation de portefeuille pour suivre le *benchmark*. Les comportements mimétiques qui en résultent satisfont les investisseurs, même si encore une fois ils ne sont pas efficaces.

---

<sup>24</sup> Pour une revue des travaux sur les cascades, qui sont hors du champ traité ici, voir Bikhchandani et Sharma (2001).

<sup>25</sup> Leur modèle est construit à l'origine pour traiter de l'investissement d'une entreprise, mais les auteurs relèvent qu'il doit s'appliquer aux managers de portefeuille, même si le modèle suppose une élasticité infinie de l'offre : les prix ne réagissent pas à un surcroît de demande, ce qui n'est pas le cas des marchés financiers.

## ***II. B. 2. Résultats des travaux empiriques***

Sur le plan empirique, la recherche de comportements mimétiques au sein des *managers* de fonds nécessite une certaine finesse des données : il faut disposer de la composition du portefeuille des investisseurs concernés pour pouvoir tester cette hypothèse. Les premiers travaux qui se consacrent à cette question<sup>26</sup> ont apporté des indices selon lesquels les investisseurs institutionnels ont des comportements moutonniers, mais que le poids de ces comportements dans les échanges est faible. Ces résultats sont approfondis par Wermers (1999) : si l'importance quantitative du mimétisme est relativement faible, il existe à des niveaux non négligeables pour les actions à faible capitalisation boursière, en particulier lorsqu'il s'agit de ventes. De surcroît, il est pratiqué plus nettement au sein des fonds orientés vers des valeurs de croissance. Par ailleurs, Wermers montre qu'il y a plus de mimétisme du côté acheteur pour les actions dont les rendements passés sont élevés, et plus de mimétisme côté vendeur pour celles de faibles rendements passés. Les fonds tendraient à suivre le marché en ce sens qu'ils achètent les actions gagnantes, et vendent les perdantes. De plus cette stratégie s'avère être gagnante, les fonds les plus « suivistes » réalisant les profits en excès les plus importants, au contraire de ceux qui parient contre la tendance.

Sur des données du Royaume-Uni, Wylie (2005)<sup>27</sup> obtient des mesures de mimétisme comparables à celles obtenues pour les Etats-Unis. Ses résultats indiquent que le mimétisme augmente pour les actions les plus échangées par les fonds, et est plus élevé pour les capitalisations extrêmes. Par contre, et à l'opposé des résultats sur les fonds américains, il constate que sur les deux cents actions correspondant aux plus grandes capitalisations boursières, les fonds du Royaume-Uni semblent adopter des stratégies plus contrariantes : les périodes où l'on observe du mimétisme important du côté acheteur sont consécutives à des rendements en excès faibles, voire nuls, alors que lors des périodes de mimétisme vendeur, les rendements passés des actions vendues étaient fortement positifs. Ce travail montre l'intérêt de pouvoir opérer des distinctions assez fines sur les actions (et sur les fonds), mais aussi l'existence d'éventuelles divergences de comportement entre les grandes places financières internationales.

---

<sup>26</sup> Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) pour les fonds de pension, Grinblatt, Titman et Wermers (1995) pour les fonds mutuels.

<sup>27</sup> Wylie signale que la mesure habituellement utilisée pour quantifier le mimétisme et initiée par Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) ne prend pas en compte l'asymétrie entre achat et vente générée par certaines interdictions de vendre à terme ou le besoin de liquidité pour acheter. Il montre cependant que le biais est faible et que la mesure est fiable.

Nous avons tenté de rendre compte de la complexité du problème d'agence résultant de la relation de délégation de gestion de portefeuille et de la richesse de la littérature qui s'y intéresse.

Sur le plan de la description du monde de la délégation de gestion de portefeuille, les travaux existant nous laissent cependant un peu sur notre faim. D'abord, la littérature traite pour la majeure partie des fonds anglo-saxons. Ensuite, certains travaux empiriques datent un peu, par exemple ceux qui examinent les modes de rémunération des gérants de fonds. Or des évolutions importantes sont susceptibles d'avoir profondément modifié les pratiques. Enfin, à l'exception du rapport de la BRI (2003) qui utilise la technique de l'entretien, il existe très peu d'études qualitatives concernant le marché européen sur ce thème. Or pour parvenir à décrire finement la relation de délégation telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui en Europe, la technique des entretiens auprès de praticiens offre des perspectives intéressantes et complémentaires aux travaux exposés ici. C'est ce que cherche à montrer la deuxième partie de ce rapport.

## Références bibliographiques

- Admati A. et P. Pfleiderer (1997), « Does it Add Up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers », *Journal of Business*, 70, 3, pp. 323-350.
- Aftalion F. (2001), « Les performances des OPCVM actions françaises », *Banque et Marchés*, 52, pp. 6-16.
- Allen F. et G. Gorton (1993), « Churning Bubbles », *Review of Economics Studies*, 60, pp. 323-350.
- Almazan, A., K. Brown, M. Carlson, et D. Chapman (2002), « Why Constrain Your Mutual Fund Manager? », *Sauder School of Business Working Paper*.
- Avery C. et P. Zemsky (1998), « Multi-dimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets », *American Economic Review*, 88, 4, pp. 724-748.
- Banque des Règlements Internationaux (2003), « Incentive Structures in Institutional Asset Management and their Implications for Financial Markets », *Rapport du Comité sur le système financier global (CFGs)*, mars 2003.
- Basak S., A. Pavlova et A. Shapiro (2003), « Offsetting the Incentives: Risk Shifting and Benefits of Benchmarking in Money Management », *MIT Sloan Working Paper*, 4303-03.
- Bhattacharya, S et P. Pfleiderer (1985), « Delegated Portfolio Management », *Journal of Economic Theory*, 36, 1, pp. 1-25.
- Bikhchandani S. et S. Sharma (2001), « Herd Behavior in Financial Markets », *IMF Staff Paper* 47, 3, pp. 279-293.
- Boulier J. F. et C. Pardo (2005), « Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs », *Revue d'Economie Financière*, 79, pp. 35- 60.
- Brown K. W. Harlow et L. Starks (1996), « Of Tournaments and Temptations: an Analysis of Managerial Incentives in Mutual Fund Industry », *Journal of Finance* 51, 1, pp. 85-110.
- Carpenter J. (2000), « Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? », *Journal of Finance*, 55, 5, pp. 2311-2331.
- Chevalier J. et G. Ellison (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, 105, 6, pp. 1167-1200.
- Chevalier J. et G. Ellison (1999), « Career Concerns Of Mutual Fund Managers » *The Quarterly Journal of Economics*, 114, 2, pp. 389-432.

- Dow J. et G. Gorton (1997), « Noise Trading, Delegated Portfolio Management and Economic Welfare », *Journal of Political Economy*, 105, 5, pp. 1024-1050.
- Dybvig P., H. Farnsworth et J. Carpenter (2004), « Portfolio Performance and Agency », *New York University Working Paper*, 4-010.
- Elton E., M. Gruber et C. Blake (2003), « Incentive Fees and Mutual Funds », *Journal of Finance*, 58, 2, pp. 779-804.
- Farnsworth H. (2004), « Reputation Effect in Portfolio Management », *Working Paper*.
- Gallais-Hamonno G. (1995), « SICAV et Fonds Communs de Placement, les OPCVM en France », PUF Que sais-je ?.
- Goetzman W., J. Ingersoll et S. Roll (2001), « High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts », *Yale ICF Working Paper*.
- Golec J. (1992), « Empirical Tests of a Principal Agent Model of the Investor-Investment Advisor Relationship », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 1, pp. 81-95.
- Gomez J.P. et T. Sharma (2003), « Portfolio Delegation under Short-selling Constraints », *Economics and Business Working Paper*, 695.
- Goriaev A., F. Palomino et A. Prat (2001), « Mutual Funds Tournament: Risk-taking Incentives Induced by Ranking Objectives », *CEPR Discussion Paper*, 2794.
- Goetzmann W. et N. Peles (1997), « Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors », *Journal of Financial Research*, 20, 2, pp. 145-158.
- Grinblatt M. et S. Titman (1989), « Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings », *Journal of Business*, 62, 2, pp. 393-416.
- Grinblatt M. S. Titman, et R. Wermers (1995), « Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: a Study of Mutual Fund Behavior », *American Economic Review*, 85, 5, pp. 1088-1105.
- Gruber M. (1996), « Another Puzzle: the Growth in Actively Managed Mutual Funds », *Journal of Finance*, 51, 3, pp. 783-810.
- Heinken R. et N. Stoughton (1994), « The Dynamics of Portfolio Management Contracts », *Review of Financial Studies*, 7, 2, pp. 351-387.
- Ippolito R. (1992), « Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry », *Journal of Law and Economics*, 35, pp. 45-70.
- Jans R et R. Otten (2005), « Tournaments in the UK Mutual Fund Industry », *Document de travail du département de Finance*, Maastricht University.
- Jensen M. (1968), « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, 23, 2, pp. 389-416.

- Jondeau E. (2001), « Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux », *Bulletin de la Banque de France*, 95, pp. 85-95.
- Khorana A. (1996), « Top Management turnover: an Empirical Investigation of Mutual Fund Managers », *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 403-427.
- Lakonishok J., A. Shleifer et R. Vishny (1992), « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 23-43.
- Lin M., H. Chung et C. Lee, (2004), « Mutual Fund Tournament Test: Do Shareholders Benefit from Fund Managers's Risk-Taking Behavior », *NTU International Conference on Finance 2004*, Taipei, Taiwan.
- Maug E. et N. Naïk (1996), « Herding and Delegated Portfolio Management », *mimeo*, London Business School.
- Palomino F. (2005), « Relative Performance Objectives in Financial Markets », *Journal of Financial Intermediation*, 14, pp. 351-375.
- Prescott E. S. (2005), « Technological Design and Moral Hazard », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Review*, 91, 4, pp. 43-55.
- Rennie T. et T. Cowhey (1990), « The Successful Use of Benchmark Portfolios: a Case Study », *Financial Analysts Journal*, 46, pp. 18-26.
- Rockinger M. (1995), « Determinants of Capital Flows to Mutual Funds », *HEC Working Paper*.
- Ross S. (2004), « Compensation, Incentive and the Duality of Risk Aversion and Riskiness », *Journal of Finance*, 59, 1, pp. 207-225.
- Sharfstein D. et J. Stein (1990), « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, 80, pp. 465-479.
- Sirri E. et P. Tufano (1998), « Costly Search and Mutual Fund Flows », *Journal of Finance* 54, 1, pp. 359-375.
- Stracca L. (2005), « Delegated Portfolio Management: a Survey of the Theoretical Literature », *European Central Bank Working Papers Series*, 520.
- Starks L. (1987), « Performance Incentive Fee: an Agency Theoretic Approach », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, pp. 17-32.
- Stoughton N. (1993), « Moral Hazard and the Portfolio Management Problem », *Journal of Finance*, 48, 5, pp. 2009-2028.
- Taylor J. (2003), « Risk-Taking Behaviour in Mutual Fund Tournaments », *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 50, pp. 373-383.



Wermers R. (1999), « Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices », *Journal of Finance*, 54, 2, pp. 581-622.

Wilson R. (1968), « On the Theory of Syndicates », *Econometrica*, 36, pp. 119-132.

Wylie S. (1999), « Essays on the Decisions of Investors and Fund Managers », London Business School.

Wylie S. (2005), « Fund Manager Herding: a Test of the Accuracy of Empirical Results Using UK Data », *Journal of Business*, 78, 1, pp. 381-403.

## **DEUXIEME PARTIE**

### **La délégation de gestion de portefeuille par les investisseurs institutionnels : les résultats de l'enquête**

## **I. LES RELATIONS DE DELEGATION DANS LA GESTION D'ACTIFS POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

Nous proposons dans cette section une analyse des relations de délégation qui sous-tendent la gestion d'actifs à destination des investisseurs institutionnels. Après avoir caractérisé le marché des investisseurs institutionnels, nous précisons la nature des différentes relations de délégation dans lesquelles ces derniers se trouvent impliqués.

### **I. A. Les investisseurs institutionnels : un marché hétérogène**

Notre analyse débute par une présentation du marché des investisseurs institutionnels. Nous insistons sur l'hétérogénéité des acteurs qui le composent, à la fois en termes de statuts et de besoins.

#### ***I. A. 1. La diversité des statuts***

Afin de montrer la grande disparité de statuts des investisseurs institutionnels, nous discutons tout d'abord la terminologie utilisée pour les désigner, pour dresser ensuite un panorama non exhaustif du marché des institutionnels dans un certain nombre de pays européens.

##### ***a - Qu'est ce qu'un investisseur institutionnel ?***

Selon l'OCDE (2003)<sup>28</sup>, « le terme d'investisseur institutionnel fait principalement référence aux sociétés d'assurance, aux fonds de pension et aux sociétés d'investissement, collectant de l'épargne et offrant des fonds sur les marchés. Cependant, d'autres types de patrimoines institutionnels sont également couverts (tels que les fonds de dotations, les fondations, etc) ».

---

<sup>28</sup> OCDE (2003), Investisseurs institutionnels : annuaire statistique, 1992-2001.

La définition que nous retenons dans ce rapport s'inspire plutôt de celle utilisée par les praticiens de la gestion d'actifs. Comme l'OCDE, ces derniers distinguent clairement les investisseurs institutionnels des ménages ou des particuliers, qui constituent une catégorie à part, dite « *retail* ». Mais leur terminologie présente également certaines différences avec celle utilisée par l'OCDE. D'abord, les praticiens de la gestion d'actifs incluent également dans la catégorie des investisseurs institutionnels les entreprises désireuses de placer leur trésorerie. Ensuite, leur approche consiste implicitement à considérer les investisseurs institutionnels comme les détenteurs ultimes des fonds (« *end investors* »), même si ceux-ci proviennent en réalité de cotisations versées par des assurés ou par de futurs retraités. Ceci appelle deux remarques.

Tout d'abord, il s'agit-là d'une définition « stricte » des investisseurs institutionnels, consistant à les distinguer de ce que nous appelons des *distributeurs* (le plus souvent des gérants de fortune, des banques privées ou des réseaux bancaires généralistes), dont la préoccupation n'est pas de gérer des réserves propres mais de jouer les intermédiaires en achetant des produits financiers et en les commercialisant ensuite auprès de leur clientèle. Cette distinction ne doit cependant pas occulter la place importante que tiennent ces distributeurs au sein de l'industrie de la gestion d'actifs, ce qui nous conduira souvent dans la suite du rapport à adopter en fait une définition « large » des investisseurs institutionnels (incluant à la fois les « *end investors* » et les distributeurs).

L'approche en vigueur chez les praticiens de la gestion d'actifs implique par ailleurs d'exclure de la catégorie des investisseurs institutionnels ce que l'OCDE appelle les « sociétés d'investissement », c'est-à-dire des sociétés qui, comme nous le verrons dans la suite du rapport, proposent dans le cadre d'une relation de délégation des services de gestion de portefeuille aux compagnies d'assurance, aux caisses de retraites etc. Le cas des OPCVM illustre d'ailleurs assez bien cette différence de terminologie. Tandis qu'ils sont considérés dans la littérature académique comme des investisseurs institutionnels à part entière, ils ne constituent, pour les professionnels de la gestion d'actifs, qu'une des formes juridiques que peut revêtir la délégation de gestion par les investisseurs institutionnels<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Il est par conséquent particulièrement délicat de puiser dans la littérature empirique ou dans les études réalisées par les grandes institutions internationales (telles que l'OCDE) pour obtenir une évaluation chiffrée du poids économique et financier des investisseurs institutionnels, hors OPCVM.

*b - Un panorama du marché des investisseurs institutionnels dans quelques pays européens*

*i) Le poids des institutions liées au financement des retraites*

Dans la plupart des pays européens, le secteur des investisseurs institutionnels est largement dominé par les institutions liées au financement des retraites. Le tableau 1 indique que ce phénomène est particulièrement marqué en Suisse et au Royaume-Uni, relativement à l'Italie, la Belgique ou l'Allemagne.

	<b>Actif des fonds de pension<sup>30</sup> / PIB</b>	<b>(Actif des fonds de pension + assurance-vie) / PIB</b>
France	7%	60%
Allemagne	3,8%	31,9%
Italie	2,6%	22,1%
Belgique	4,1%	35,8%
Royaume-Uni	65,1%	116,2%
Suisse	111,6%	153,2%

**Tableau 1. Poids des institutions liées au financement des retraites, en 2004**  
Source : OCDE<sup>31</sup>

Toutefois, la difficulté à décrire ce marché tient à l'extrême diversité de ses acteurs qui, malgré de récentes opérations de rapprochement<sup>32</sup>, restent extrêmement nombreux. Dans chacun des pays couverts par notre étude, les institutions étrangères, qu'il s'agisse de compagnies d'assurance ou de fonds de pension anglo-saxons ou européens, représentent une part non négligeable du secteur des institutionnels. Mais chaque marché comporte aussi une forte dimension nationale : constitué d'entités domestiques, le secteur des investisseurs institutionnels est donc en grande partie façonné par les spécificités économiques et réglementaires du pays concerné.

<sup>30</sup> Les actifs comptabilisés par l'OCDE concernent les fonds de retraite aussi bien privés que publics, individuels et professionnels, volontaires et obligatoires.

<sup>31</sup> OCDE (2005a), Pension market in focus, *Newsletter*, 2.

<sup>32</sup> La concentration du secteur des investisseurs institutionnels est un phénomène européen qui, dans un contexte de concurrence accrue, répond à une logique de restauration d'un certain pouvoir de marché et d'une plus grande stabilité prudentielle. Parmi les opérations récemment annoncées, on peut citer le rachat de Winterthur par Axa et le rapprochement de AG2R et Prémalliance. La recherche d'une plus grande efficacité opérationnelle est également un facteur significatif, comme l'atteste la réduction du nombre de groupes de protection sociale affiliés aux caisses AGIRC et ARRCO, dans le cadre de la création du GIE AGIRC-ARRCO en 2001.

En France, on trouve principalement :

- les compagnies qui, dans le cadre de l'assurance-vie, proposent des produits de retraite individuelle par capitalisation. Elles représentent environ 80% du nombre des investisseurs institutionnels français et 20% de leurs encours totaux.

- les caisses de retraites complémentaires par répartition, l'Association générale des institutions de retraites des cadres (AGIRC) et l'Association des régimes de retraites complémentaires des non cadres (ARRCO), dont le montant total de l'actif sous gestion (hors flux de trésorerie) avoisine en juin 2006 56 milliards d'euros<sup>33</sup>.

- deux institutions de retraite par capitalisation : le Préfon (avec 6 milliards d'euros d'encours en juin 2006<sup>34</sup>) et le Fonds de réserve des retraites (FRR), créé par la loi du 17 juillet 2001 pour investir, au nom de la collectivité, les fonds confiés par les pouvoirs publics afin de contribuer au financement du régime général d'assurance-vieillesse par répartition et des régimes affiliés dans les années 2020. En juin 2006, les encours de cette institution, dont le statut constitue une spécificité française, s'élèvent à 27,6 milliards d'euros.

En Suisse, le secteur est pour une grande partie composé de caisses de pension qui gèrent les retraites par capitalisation dans le cadre du second pilier du système de retraite<sup>35</sup> et sont très hétérogènes par la taille et le statut. Selon l'un de nos interlocuteurs, on peut classer ces caisses en deux catégories : 80% du marché est constitué de petites entités qui tendent pour certaines à se regrouper, le reste du marché étant dominé par quelques grosses institutions, plus sophistiquées et disposant de plusieurs milliards d'euros d'encours.

En Allemagne, le marché des institutionnels est caractérisé par la présence de très nombreuses caisses de pension (*pensionkassen*) qui, à l'initiative des employeurs, gèrent traditionnellement l'épargne retraite complémentaire d'entreprises dans le cadre du second pilier<sup>36</sup>. Depuis la réforme Riester de 2001, sont venus s'y ajouter une cinquantaine de fonds de pension par capitalisation (*pensionfonds*), indépendants juridiquement des entreprises.

---

<sup>33</sup> Chiffres bfinance.

<sup>34</sup> Chiffres bfinance.

<sup>35</sup> Le système de retraite suisse est constitué de trois piliers. Le premier pilier correspond à l'ASV (assurance-vieillesse et survivants), fondée sur la répartition. Le second pilier est constitué de caisses de pension par capitalisation. Quant au troisième pilier, il repose sur la constitution d'une épargne personnelle par les futurs retraités.

<sup>36</sup> Le premier pilier du système de retraite allemand correspond à l'assurance-vieillesse obligatoire. Quant au troisième pilier, il consiste en la souscription facultative de contrats d'épargne individuelle.

En Belgique, le marché des institutionnels est lui aussi étroitement lié au système des pensions complémentaires. Que celui-ci soit géré au niveau des entreprises (deuxième pilier) ou de manière individuelle (troisième pilier), son fonctionnement repose sur le principe de la capitalisation<sup>37</sup>. On trouve d'une part les fonds de pension d'entreprises qui, parallèlement à l'assurance de groupe, fondent le deuxième pilier du système. Depuis 2003 et la loi dite de modernisation des pensions complémentaires qui élargit l'accès au second pilier à un plus grand nombre de salariés et d'indépendants, ces fonds de pension jouent un rôle de plus en plus important. On trouve d'autre part les fonds d'épargne-pension qui renforcent le troisième pilier, par ailleurs constitué par les contrats d'assurance-vie. L'actif total de ces fonds d'épargne-pension, qui ne sont aujourd'hui qu'une douzaine, s'élevait fin juin 2005 à environ 9,26 milliards d'euros (chiffres IIFA<sup>38</sup>).

Quant au marché italien des investisseurs institutionnels, il a connu d'importantes mutations depuis les réformes successives du système des retraites en 1992 (réforme Amato), 1995 (réforme Dini) et 1997 (réforme Prodi). Le développement des fonds de pension italiens a notamment été encouragé par la loi de 1993, instaurée dans le sillage de la réforme Amato, et autorisant la création de nouveaux fonds de pension par capitalisation, qu'ils soient « fermés » (c'est-à-dire créés à l'initiative des syndicats et des organisations patronales, sur la base d'accords passés au niveau sectoriel ou géographique) ou « ouverts » (c'est-à-dire créés indépendamment de tout contrat de travail, par des institutions financières). La réforme Berlusconi, qui prévoit pour 2008 le transfert obligatoire vers les fonds de pension des contributions au titre du « traitement de fin de carrière »<sup>39</sup> devrait renforcer encore davantage le poids des fonds de pension dans l'économie italienne.

Enfin, le rôle prépondérant des fonds de pension au Royaume-Uni s'explique par l'importance du système privé de retraite par capitalisation. Le système public comprend en effet deux types de prestations, financées par les cotisations salariales versées à l'organisme national d'assurance sociale : d'une part, une pension forfaitaire et d'un montant très faible et d'autre part, une pension complémentaire par répartition. Or le système anglais autorise les assurés à renoncer à cette pension complémentaire pour lui

---

<sup>37</sup> Le premier pilier du système de retraite belge, dit de « pension légale », est fondé sur le principe de la répartition. Il est subdivisé en trois sous-systèmes, selon que le futur retraité est salarié, travailleur indépendant ou fonctionnaire.

<sup>38</sup> *International Investment Funds Association (2005), Belgium Country Report*, site Internet de l'AFG.

<sup>39</sup> Le « traitement de fin de carrière » (*Trattamento di fine Rapporto, TFR*), sur lequel repose traditionnellement le système de prévoyance complémentaire privé est une somme accumulée par l'entreprise tout au long de la vie des salariés et versée à ces derniers au moment de leur départ en retraite.

préférer une pension privée professionnelle ou personnelle. Ce choix d'un financement privé de la retraite, opéré par plus de la moitié des britanniques, est par ailleurs encouragé depuis 2001 par la création des *stakeholder pension funds*, offrant un dispositif d'épargne-retraite à la fois simple et flexible pour les cotisants.

*ii) Les autres investisseurs institutionnels : quelques spécificités nationales*

Les entretiens que nous avons menés indiquent que dans tous les pays, les investisseurs institutionnels prennent également la forme de compagnies d'assurance dommage et d'assurance santé, d'établissements bancaires et d'entreprises (pour la gestion de leur trésorerie). Les établissements bancaires semblent cependant représenter une part particulièrement importante du marché des institutionnels en Suisse<sup>40</sup>. Les fondations y jouent aussi un rôle non négligeable. Cette dernière tendance nous a également été signalée pour l'Italie où les fondations d'origine bancaire sont nées du réinvestissement des profits générés à la fin des années 1980 par la privatisation et l'introduction en bourse des banques publiques. Enfin, la particularité du marché des investisseurs institutionnels belges réside quant à elle dans la présence d'organismes internationaux et paragouvernementaux, nombreux à Bruxelles.

***I. A. 2. La diversité des besoins***

La grande diversité des besoins qui caractérisent les investisseurs institutionnels traduit en fait une forte disparité en termes de contraintes et d'horizons de placement.

*a - La diversité des contraintes*

Les contraintes auxquelles sont soumis les investisseurs institutionnels sont de nature très diverses. Comme le souligne Pansard (2005)<sup>41</sup>, il convient de distinguer les contraintes réglementaires des contraintes économiques.

---

<sup>40</sup> En Suisse, on peut également signaler le cas un peu particulier des familles très fortunées, disposant de fonds à gérer pour des montants très élevés.

<sup>41</sup> Pansard F. (2005), "Un examen de la politique de placement des investisseurs institutionnels au plan international", *Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, 15.



### *i) Les contraintes réglementaires*

L'activité des investisseurs institutionnels est régie par des réglementations et des textes juridiques très divers. Par exemple, en France, les caisses AGIRC-ARRCO disposent d'une réglementation qui leur est propre tandis que les mutuelles, les compagnies d'assurance et les institutions de prévoyance obéissent au Code des assurances, au Code de la mutualité et à celui de la Sécurité Sociale.

Les contraintes réglementaires concernent tout d'abord l'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels. L'OCDE<sup>42</sup> propose un panorama de ces dispositions : quasi-inexistantes en Italie et au Royaume-Uni, elles prennent, dans les autres pays, des formes diverses. Les plus connues portent sur la répartition du portefeuille entre actions et obligations<sup>43</sup>. En France, par exemple, l'actif des caisses de retraite par répartition doit être investi au minimum à hauteur de 60% en produits de taux tandis que les compagnies d'assurance-vie sont soumises à un plafond de 65%. Dans le cas des fonds de pension suisses, la limite est portée à 50%. Par ailleurs, à ces contraintes viennent s'ajouter celles portant sur l'origine géographique des actifs. En Suisse par exemple, les fonds de pension doivent détenir au moins 30% de leur actif en actions domestiques. Enfin, la réglementation concerne également le partage entre actions cotées et actions non cotées. C'est le cas pour les caisses de retraite françaises qui ne peuvent investir à plus de 25% en titres non cotés. En Allemagne, ce type de plafond ne concerne que les *pensionkassen* : il est de 35% lorsque les actions (domestiques) sont cotées et de 10% dans le cas contraire. Quant aux fonds de pension belges, la part maximale des actions domestiques qu'ils sont autorisés à détenir est fixée à 10% de l'actif s'il s'agit de titres non cotés, cette limite disparaissant lorsque les actions sont cotées.

Ces plafonds quantitatifs qui, d'après Pansard (2005) répondent en grande partie à l'insuffisante liquidité des marchés d'actions des pays concernés. Ces seuils peuvent néanmoins se révéler très supérieurs aux besoins de placements des investisseurs institutionnels, de telle sorte que les contraintes imposées par les autorités ne sont pas systématiquement saturées.

---

<sup>42</sup> OCDE (2005b), Pension Markets in Focus, *Newsletter*, 1.

<sup>43</sup> Selon les pays, la réglementation peut également porter sur la détention d'actifs immobiliers, de prêts, de dépôts bancaires, etc.

L' OCDE<sup>44</sup> recense par ailleurs un certain nombre de règles visant à imposer aux fonds de pension un niveau minimum de diversification de leur portefeuille. En Italie, les fonds de pension ne sont pas autorisés à détenir plus de 15% de leur actif sous la forme d'actions ou d'obligations provenant d'un même émetteur. Le seuil est de 5% pour les *pensionkassen* et les *pensionfonds* allemands, ainsi que pour les fonds de pension belges. En Suisse, il existe une limite de 15% pour les titres de créance domestiques (sauf quand ils sont émis par l'Etat, une banque ou une compagnie d'assurance), et de 5% pour les titres de créances émis par une entité étrangère. Le plafond y est porté à 10% dans le cas des actions domestiques et à 5% dans celui des actions étrangères.

Enfin, l'environnement réglementaire revêt également une dimension plus qualitative, lorsqu'il porte sur la qualité de l'information publiée par l'investisseur institutionnel et sur l'adéquation entre l'actif de son bilan et son passif. Ces contraintes sont particulièrement fortes pour les fonds de pension et les compagnies d'assurance qui, d'après les préconisations de l'OCDE, doivent veiller à adopter des politiques de placement « prudentes » (dans les pays anglo-saxons et aux Pays-Bas, on parle d'ailleurs de « règle de l'homme prudent »). Les objectifs du fonds, tant en termes d'horizon, de liquidité, de performance et de risque doivent être clairement affichés et réalisés dans l'intérêt de ses bénéficiaires. Pour y satisfaire, les promoteurs du fonds doivent être en mesure de fixer la politique d'investissement et les objectifs de performance attendus et d'établir les modalités de contrôle des risques à l'aide de modèles et de scénarii complexes. Ce souci d'une meilleure gestion bilantielle semble d'ailleurs être devenu une préoccupation fondamentale pour les institutionnels européens comme le souligne l'enquête de JP Morgan Fleming, réalisée en 2004 auprès de 200 institutionnels européens représentant au total un volume d'encours de 1074 milliards d'euros.

## *ii) Les contraintes économiques*

Les contraintes économiques dépendent quant à elles des engagements pris par les investisseurs institutionnels pour le compte des épargnants. Comme le rappelle Pansard (2005), plus ces engagements sont importants, plus les contraintes portant sur les investisseurs institutionnels sont elles-mêmes élevées. Dans le cas des fonds de pension à prestations définies ou de la commercialisation de contrats d'assurance-vie garantissant un

---

<sup>44</sup> OCDE (2005c), *Survey of Quantitative Investment Regulation of Pension Funds*.

capital, l'investisseur institutionnel subit directement les éventuels mauvais résultats de sa politique de placement. A l'inverse, dans le cas des fonds de pension à cotisations définies, la contrainte s'avère moins forte dans la mesure où les engagements du fonds se limitent à la recherche de ce qui doit permettre d'assurer le meilleur placement des fonds, le risque étant finalement reporté sur l'assuré lui-même. Or si les fonds à prestations définies semblent être toujours majoritaires dans un certain nombre de pays (voir le tableau 2), la tendance, signalée entre autres par l'OCDE (2005a), consiste cependant presque partout en un glissement progressif vers des dispositifs à cotisation définies.

	<b>Fonds à prestations définies</b>	<b>Fonds à cotisations définies</b>
France	60%	40%
Allemagne	95%	5%
Italie	8%	92%
Belgique	100%	0%
Royaume-Uni	84%	16%

**Tableau 2. Poids relatif des fonds à prestations définies et des fonds à cotisations définies, en % du total des bénéficiaires, en 2004**

Source : OCDE<sup>45</sup>

#### *b - La diversité des horizons de placement*

Les institutionnels se distinguent également par leur horizon de placement. A l'une des extrémités du spectre des investisseurs institutionnels, les entreprises recherchent plutôt une gestion de leur trésorerie et ont en conséquence des horizons de placement très courts. Mais pour la plupart des autres institutions, cet horizon s'avère relativement plus long, comme le montre l'étude réalisée en 2005 par la société Invesco<sup>46</sup> à partir d'un échantillon de 98 institutions françaises, allemandes, italiennes, belges et hollandaises. Ce travail indique que l'horizon de placement privilégié par 59% des compagnies d'assurance (sans distinction entre vie et IARD) se situe principalement entre 5 et 10 ans. Il montre par ailleurs que ce même horizon de placement caractérise 51% des établissements du secteur des institutionnels français de l'échantillon, qui se trouve justement être dominé par les compagnies d'assurance. Symétriquement, une majorité relative des fonds de pension (38%) déclarent se positionner sur des horizons de placement supérieur à 10 ans, échéance par ailleurs privilégiée par 50% des investisseurs institutionnels du Bénélux, ce qui n'est

<sup>45</sup> OCDE (2005b), *Pension Markets in Focus, Newsletter, 1*.

<sup>46</sup> Invesco (2005), *European Institution Asset Management Survey*.

guère étonnant quand on connaît le poids financier des fonds de pension aux Pays-Bas. L'enquête place finalement l'Allemagne et l'Italie dans une position moins contrastée en termes d'horizon de placement.

Pour la France, il est intéressant de signaler le cas particulier que constitue le FRR, dont la mission consiste à gérer les fonds de l'Etat en vue de décaissements qui ne devraient pas intervenir avant 2020. L'un de nos interlocuteurs a en effet souligné la grande difficulté à modéliser le bilan d'une telle institution dont le passif a une structure pour le moment quasi inconnue et est éventuellement tributaire de décisions politiques.

## **I. B. La gestion d'actifs pour les investisseurs institutionnels : une combinaison complexe de relations de délégation**

Nous envisageons maintenant les différentes relations de délégation associées à la gestion des encours des investisseurs institutionnels. La principale d'entre elles est celle qui lie les institutionnels aux sociétés de gestion. Mais d'autres niveaux de délégation viennent se juxtaposer à cette relation et peuvent en affecter les modalités de fonctionnement.

### ***I. B. 1. La relation de délégation entre l'investisseur institutionnel et la société de gestion***

L'analyse de la relation de délégation entre l'investisseur institutionnel et la société de gestion comporte deux aspects. Elle vise d'une part à définir précisément la notion de gestion déléguée ; elle consiste d'autre part à décrire les différentes formes juridiques que celle-ci peut revêtir.

*a - En quoi consiste la gestion déléguée ?*

*i) Gestion interne versus gestion déléguée*

La gestion du portefeuille de l'investisseur institutionnel peut s'effectuer selon différentes modalités :

- d'abord, l'investisseur institutionnel peut assurer lui-même la gestion des fonds, par le biais de sa propre direction financière. On parle alors de *gestion interne*.

- il peut également *déléguer* la gestion de ses fonds à une *société de gestion*<sup>47</sup>. Selon les termes de la littérature théorique, s'instaure alors une relation d'agence, la société de gestion jouant le rôle de l'agent et l'investisseur institutionnel celui du principal. C'est précisément de cette *délégation de gestion*, illustrée par le schéma 1, que nous traitons dans ce rapport. Elle constitue un enjeu de taille pour les sociétés de gestion puisque d'après une étude réalisée par McKinsey<sup>48</sup>, le montant des encours des institutionnels a progressé, en Europe, de 20% entre 2004 et 2005 (contre 14% pour les encours du marché *retail*). La clientèle institutionnelle représente par ailleurs entre 30% et la totalité des encours gérés par les sociétés que nous avons interrogées.

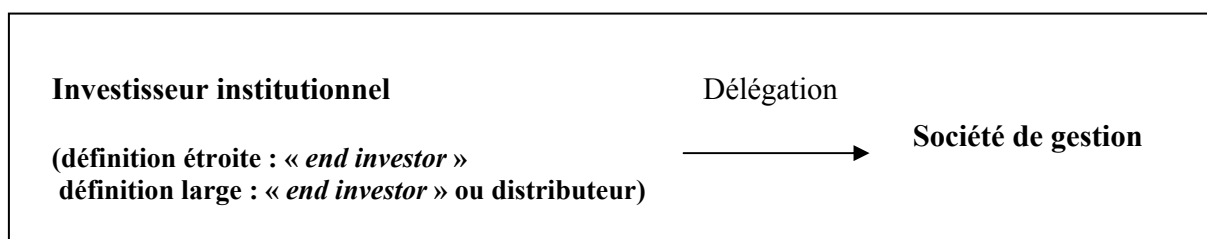


Schéma 1

Mais il existe encore, pour cette configuration, deux cas de figure possibles :

- soit la société de gestion est créée par l'investisseur institutionnel lui-même, avec le statut de filiale, comme cela se produit fréquemment au sein des grands groupes bancaires ou d'assurance. On parle alors de *délégation interne*.

- soit la société de gestion est parfaitement indépendante de l'investisseur institutionnel qui lui délègue la gestion de ses fonds. On parle alors de *délégation externe*, pour laquelle deux configurations peuvent encore être envisagées :

- Dans certains cas, la société de gestion est cependant filiale d'un autre investisseur institutionnel. Peu de filiales de grands groupes bancaires ou d'assurance se consacrent en effet exclusivement à la gestion des fonds de leur maison mère.

- Dans d'autres cas, la société de gestion est totalement indépendante<sup>49</sup>, sans aucun lien juridique avec un quelconque investisseur institutionnel de la place.

<sup>47</sup> Lorsque l'entité qui délègue la gestion de ses fonds est une famille fortunée, on parle plutôt de *family office*. A l'origine, certaines sociétés de gestion suisses étaient d'ailleurs des *family offices* ayant par la suite élargi leur activité à une clientèle d'investisseurs institutionnels plus « classiques ».

<sup>48</sup> Option finance, 2 octobre 2006.

<sup>49</sup> L'Autorité des marchés financiers (AMF) parle aussi de « société entrepreneuriale ».

On peut évidemment s’interroger sur la véritable nature de cette relation de délégation. Par exemple, un investisseur institutionnel peut être tenté de confier ses fonds à une société de gestion afin de bénéficier de son agrément, tout en continuant *de facto* à prendre lui-même les décisions de gestion. D’après les réponses obtenues au cours de nos entretiens, ces pratiques, condamnées par l’AMF semblent en voie d’extinction. Il existe cependant une structure juridique offrant la possibilité d’une délégation « incomplète ». Il s’agit du « mandat de conseil », par lequel la société de gestion gère le portefeuille de son client tout en s’engageant à lui demander son accord pour chaque décision d’achat ou de vente qu’il jugerait lui-même pertinent. Au cours de nos entretiens, les sociétés pratiquant ce type de délégation ont reconnu qu’elle tenait en réalité une place réduite dans leur activité, en raison de l’inertie et des lourdeurs qu’elle implique.

*ii) Les pratiques des investisseurs institutionnels*

L’enquête réalisée par Invesco, et dont les résultats complètent parfois les résultats de notre étude, propose une évaluation de la part de la gestion interne et de la gestion déléguée dans le paysage des institutionnels européens. Les résultats obtenus dans le cadre de cette étude figurent dans les tableaux 3 et 4.

	<b>Gestion interne</b>	<b>Gestion déléguée à une société de gestion filiale</b>	<b>Gestion déléguée à une société de gestion indépendante</b>
Total	46%	36%	18%
Compagnies d’assurance	46%	43%	12%
Fonds de pension	27%	4%	69%
Autres	60%	11%	29%

**Tableau 3. Type de gestion pratiquée par les investisseurs institutionnels (en nombre d’établissements) : répartition par type d’investisseur**  
Source : Invesco

	<b>Gestion interne</b>	<b>Gestion déléguée à une société de gestion filiale</b>	<b>Gestion déléguée à une société de gestion indépendante</b>
Total	46%	36%	18%
France <sup>50</sup>	30%	56%	14%
Allemagne	74%	14%	12%
Italie	59%	7%	34%
Bénélux	52%	5%	43%

**Tableau 4. Type de gestion pratiquée par les investisseurs institutionnels (en nombre d'établissements) : répartition par pays**  
Source : Invesco

De manière générale, les compagnies d'assurance délèguent assez peu la gestion de leurs fonds à une société indépendante et préfèrent, lorsqu'elles le font, s'adresser à leur filiale. Dans la mesure où les compagnies d'assurance pèsent d'un poids particulièrement important dans le paysage institutionnel français, il n'est donc guère étonnant de constater par ailleurs que c'est en France que la délégation à une société de gestion filiale est la plus importante. Il est tout aussi intéressant de noter qu'au cours de ces dernières années, ces filiales ont eu fortement tendance à étendre leur marché au-delà de leur maison-mère en offrant leurs services de gestion d'actifs à d'autres investisseurs institutionnels de la place.

En revanche, les chiffres indiquent que la délégation à des sociétés indépendantes reste relativement faible. Dans le cas de la France, cette pratique concerne principalement les caisses de retraite et de prévoyance. De fait, les entretiens que nous avons menés auprès des sociétés de gestion françaises indiquent une présence forte des caisses AGIRC-ARRCO au sein de leur clientèle. Dans les autres pays européens, ce sont les fonds de pension qui font le plus appel à des sociétés de gestion extérieures. Dans la mesure où ils sont particulièrement présents aux Pays-Bas, il est là aussi tout à fait logique que ce soit le Bénélux qui affiche le pourcentage le plus élevé en matière de gestion déléguée à une société indépendante. Mais il n'en reste pas moins que, quel que soit le pays considéré, la délégation externe représente une faible part de l'industrie de la gestion d'actifs. On comprend alors l'intensité de la concurrence à laquelle se livrent les sociétés de gestion désireuses de conquérir ce secteur. Cela signifie aussi qu'il faut quelque peu relativiser l'ampleur de la gestion institutionnelle relevant véritablement d'une logique de délégation entre deux entités parfaitement indépendantes.

<sup>50</sup> En France, cette répartition est confirmée par l'étude réalisée par le cabinet Images et Finance pour 2005 sur un ensemble de 130 institutions représentant 870 milliards d'euros sous gestion.

### *iii) Les critères de choix entre gestion interne et gestion déléguée*

Les facteurs influençant le choix de l'investisseur institutionnel entre gestion interne et gestion déléguée sont divers. La taille des investisseurs institutionnels conditionne bien évidemment l'intensité de la délégation de gestion. Les entités de grande taille ont généralement un mode de gestion de leurs encours qui autorise un partage de la gestion entre gestion maison et /ou délégation interne et externe. Le FRR constitue de ce point de vue une exception : le législateur lui interdisant d'effectuer toute opération susceptible de lui conférer un statut de gérant, cet organisme fait exclusivement appel à des sociétés extérieures. Quant aux investisseurs de taille plus modeste, dès lors qu'ils ne sont pas rattachés à un groupe, ils ne peuvent disposer d'une société de gestion propre et sont logiquement conduits à privilégier la délégation externe. Ils doivent alors attendre d'avoir atteint la taille critique pour mettre sur pied leur propre société de gestion, comme l'ont fait par exemple AG2R (avec Agicam), ProBTP (avec ProBTPfinance) ou encore Malakoff Médéric (avec Fédéris)<sup>51</sup>. L'étude d'Invesco confirme d'ailleurs ce lien entre la taille des investisseurs institutionnels et l'importance de la délégation externe. Après séparation des investisseurs en trois catégories suivant la taille des encours gérés (encours de moins d'1 milliard d'euros, compris entre 1 et 5 milliards ou de plus de 5 milliards), il apparaît que la délégation externe concerne 55% des plus petits investisseurs, 44% des investisseurs intermédiaires et 13% des plus gros.

Mais les questions de compétence et d'expertise jouent aussi un rôle significatif dans le choix du mode de gestion. Au départ, la gestion déléguée a surtout été le fait de grosses compagnies d'assurances, qui détenaient essentiellement un portefeuille obligataire. La gestion interne convenait alors très bien aux contraintes réglementaires du système assurantiel : les titres étaient tout simplement détenus jusqu'à échéance, et le résultat technique primait sur le résultat financier. Ce n'est qu'avec le constat de performances parfois négatives et de l'accroissement du risque que ces investisseurs ont pris conscience de l'importance du résultat financier et ont cherché à faire appel à des spécialistes de la gestion de portefeuille, amorçant ainsi un mouvement vers la délégation externe.

Aujourd'hui, la tendance est très nette : plus le niveau d'expertise exigé est important, ce qui est notamment le cas lorsque les encours sont placés dans des classes d'actifs telles que

---

<sup>51</sup> Les Echos, 23 mars 2006.



l'immobilier, la gestion alternative ou le non côté (*private equity*), plus le recours à la gestion déléguée est important, comme l'indique le tableau 5.

	<b>Obligations gouvernement</b>	<b>Immobilier</b>	<b><i>Private equity</i></b>	<b><i>Hedge funds</i></b>
Total	56%	75%	100%	80%
France	60%	100%	88%	100%
Allemagne	44%	100%	100%	n.d.
Italie	50%	50%	100%	67%
Benelux	100%	50%	n.d.	n.d.

**Tableau 5. Nombre d'institutions recourant à la délégation externe, relativement au nombre d'institutions investissant dans chaque classe d'actifs concernés**

Source : Invesco

Cette externalisation de la gestion va de pair avec la tendance massive des institutionnels à recourir simultanément à plusieurs sociétés de gestion, chacune d'entre elles étant spécialisée dans une classe particulière d'actifs. On comprend alors pourquoi des sociétés de gestion indépendantes, candidates à la gestion déléguée externe, cherchent à paraître très spécialisées plutôt que généralistes aux yeux de la clientèle institutionnelle. Il faut noter cependant que la délégation externe n'empêche pas les investisseurs institutionnels de chercher à s'approprier en partie cette compétence financière venant de l'extérieur. Il peut en effet arriver que certains d'entre eux décident d'externaliser une partie seulement de la gestion de leurs fonds dans le but de mieux connaître les pratiques et les techniques en vigueur sur les marchés et d'exploiter dans le cadre de leur gestion interne les connaissances ainsi acquises<sup>52</sup>.

Mais on constate aussi récemment la tendance de certains investisseurs institutionnels à parcourir le chemin inverse et à revenir, dans une certaine mesure, à la gestion interne. Dans certains cas, l'objectif est de se réapproprier la fonction d'allocation tactique, en réponse au comportement des sociétés de gestion qui, au début des années 2000, se sont livrées à une certaine forme de mimétisme en privilégiant mécaniquement certains secteurs, comme par exemple celui des valeurs technologiques. Dans d'autres cas, il s'agit pour l'investisseur institutionnel de réduire les coûts en se chargeant lui-même de la gestion d'une partie de son portefeuille (celle qui repose sur des actifs traditionnels et des méthodes bien balisées). Ce mouvement semble notamment être le fait des grands fonds de

<sup>52</sup> Cette approche est par exemple tout à fait assumée par le groupe AG2R, qui parallèlement à la délégation effectuée auprès de sa filiale AGICAM, fait appel à 80 autres sociétés extérieures pour la gestion de ses fonds (bfinance, 23 octobre 2006).

pension qui disposent toujours de fortes compétences internes dans le domaine de la gestion d'actifs.

Mais surtout ces nouvelles stratégies s'inscrivent dans un mouvement plus général, très fréquemment évoqué au cours de nos entretiens tant auprès des sociétés françaises qu'étrangères. Il s'agit du paradigme dit « *core-satellite* », consistant à répartir les actifs sous gestion en deux grands types de « poches ». D'une part le cœur du portefeuille regroupe la plus grosse partie des fonds (aux environs de 80%). Fondée sur une gestion passive (on parle aussi de gestion *benchmarkée*), elle consiste à répliquer un indice de référence et est destinée à assurer un niveau minimum de performance pour un faible niveau de risque ; d'autre part, la composante « satellite » du portefeuille recourt à des stratégies plus actives, porteuses de performances absolues. Dans ce contexte, certains institutionnels choisissent désormais de se charger eux-mêmes de l'allocation stratégique de leur portefeuille, c'est-à-dire de sa répartition entre les grandes classes d'actifs financiers, pour ne confier aux sociétés de gestion que la sélection des titres à l'intérieur de chaque classe d'actifs, soit dans une logique « *core* », soit dans une logique « satellite ». Ce type d'approche permet entre autres aux investisseurs institutionnels de s'assurer plus directement du respect des contraintes réglementaires qui leur sont spécifiques.

#### *b - La gestion déléguée : selon quelles modalités ?*

##### *i) La distinction entre mandats, fonds dédiés et fonds ouverts*

La délégation à une société de gestion peut elle-même prendre différentes formes. On distingue en effet :

- d'une part, la gestion dédiée (*segregated funds ou segregated mandates*), qui consiste pour la société de gestion à proposer des produits sur mesure, négociés de gré à gré et conçus pour correspondre le mieux possible aux besoins et aux caractéristiques du client institutionnel,

- d'autre part les fonds ouverts (*pooled funds*), qui prennent la forme de produits standardisés, commercialisés sous la même forme aux autres clients de la société de gestion et offrant une grande facilité d'« entrée » et de « sortie ».

Il existe par ailleurs une seconde distinction qui relève davantage du domaine juridique et vient compléter le premier clivage :

- d'une part, le *mandat* prévoit l'enregistrement de chaque ligne du portefeuille directement dans les comptes de l'investisseur institutionnel,
- d'autre part, les *fonds (dédiés ou ouverts)* possèdent une structure propre de telle sorte que seul leur montant agrégé figure *in fine* dans le compte de l'investisseur institutionnel. Les OPCVM appartiennent à cette catégorie.

Cette double distinction peut être résumée dans le tableau 6.

	<b>Produit sur mesure</b>	<b>Produit standardisé</b>
Enregistrement comptable ligne par ligne	mandat	
Enregistrement comptable agrégé	fonds dédié	fonds ouvert

**Tableau 6. Caractéristiques du mandat, du fonds dédié et du fonds ouvert**

En réalité, la notion de fonds dédié étant très spécifique à la France, on peut considérer que pour la plupart des autres pays, le clivage entre gestion dédiée (*segregated mandates*) et fonds ouverts (*pooled funds*) recoupe presque parfaitement la distinction entre mandats et fonds.

*ii) Les déterminants du choix entre mandat, fonds dédié et fonds ouvert*

Le choix entre gestion dédiée et fonds ouverts est essentiellement guidé par le caractère personnalisé ou standardisé du véhicule proposé. Lorsque les encours concernés sont de montants élevés ou lorsque l'investisseur cherche à mettre en place une gestion « sur-mesure », il privilégie la gestion dédiée qui, comme l'indique le tableau 7, semble constituer la forme de délégation privilégiée des investisseurs institutionnels européens.

	<b>Gestion dédiée</b>	<b>Fonds ouverts</b>	<b>Mandats de conseil</b>	<b>Autres</b>
Total des pays	81%	56%	22%	7%

**Tableau 7. Type de délégation pratiquée par les investisseurs institutionnels (en nombre d'établissements)<sup>53</sup>**  
**Source : Invesco**

Un très grand nombre de nos interlocuteurs français et suisses soulignent cependant l'attrait croissant qu'exercent les fonds ouverts, relativement à la gestion dédiée. La facilité d'entrée et de sortie offerte par ces fonds constitue sans doute un argument de poids. L'un des consultants que nous avons interrogés souligne également l'intérêt que peut comporter le fait de pouvoir échapper à la délicate question de la « mise de départ », caractéristique de la phase de constitution d'un fonds dédié par exemple. Quoiqu'il en soit, on peut interpréter cette tendance comme une manière pour les investisseurs institutionnels de mettre l'accent sur les caractéristiques objectives du produit plutôt que sur la personnalité et les qualités du gérant.

Le choix entre mandat et fonds répond quant à lui davantage à des considérations légales et comptables. Tout d'abord, dans certains pays comme la France ou l'Allemagne, le mandat de gestion s'accompagne pour l'investisseur de la perception d'un avantage fiscal. Par ailleurs, le mandat, qui prévoit l'enregistrement de chaque ligne du portefeuille directement dans les comptes de l'investisseur institutionnel intéresse tout particulièrement les clients soumis à des obligations légales de transparence comptable ou de lissage des résultats dans le temps (comme c'est le cas des caisses AGIRC-ARRCO qui doivent maintenir l'équité entre leurs assurés quelle que soit la date de leur adhésion<sup>54</sup>) tandis que pour d'autres investisseurs institutionnels, cette spécificité du mandat peut surtout présenter l'inconvénient d'une trop grande lourdeur administrative. On notera néanmoins que la relative souplesse administrative et comptable du fonds dédié n'apparaît qu'une fois supportés les coûts de constitution de sa « coquille » juridique.

<sup>53</sup> Les institutions ont évidemment recours à plusieurs formes de délégation, de telle sorte que le total des pourcentages est supérieur à 100%.

<sup>54</sup> On parle alors de « gestion assurantielle » ou « comptable ».

## ***I. B. 2. Les autres relations de délégation***

Il existe dans l'industrie de la gestion d'actifs d'autres niveaux de délégation qui viennent s'ajouter à la relation que nous venons de décrire, que ce soit au sein de l'investisseur institutionnel ou au sein de la société de gestion.

### *a - La relation d'agence au sein de l'investisseur institutionnel*

En amont de la relation entre l'investisseur institutionnel et la société de gestion, une autre forme de délégation existe : elle s'établit au sein même de l'investisseur institutionnel et trouve son origine dans son engagement à verser *in fine* à ses assurés ou futurs retraités indemnités ou pensions. Les intérêts des bénéficiaires (le principal) sont alors défendus au sein des instances dirigeantes par des organismes paritaires, qui s'assurent du bon emploi des sommes confiées à l'institution (l'agent) et à qui les directions financières des compagnies d'assurance et des caisses de retraites sont amenées à rendre très régulièrement des comptes.

Nous verrons dans la suite du rapport de quelle manière cette délégation, qui lie les cotisants et la direction financière des investisseurs institutionnels, peut se répercuter sur la relation entre ces mêmes institutionnels et la société de gestion (schéma 2). Notamment la nature des engagements pris par l'investisseur institutionnel vis-à-vis de ses assurés conditionnera en grande partie les contraintes de performances et de contrôle des risques imposées par l'institutionnel lui-même à la société de gestion.



**Schéma 2**

### *b - Les relations d'agence au sein de la société de gestion*

#### *i) La société de gestion et ses gérants internes*

D'autres relations d'agence émergent également au sein des sociétés de gestion elles-mêmes. La première concerne la direction de la société de gestion et les gérants

qu'elle emploie en interne et à qui elle délègue la tâche quotidienne de gérer les portefeuilles confiés par les investisseurs institutionnels (schéma 3). Ce problème, nous l'avons vu, n'est pas toujours évoqué en tant que tel dans les modèles théoriques, qui confondent le plus souvent la personne morale et la personne physique. Il est en revanche abordé plus explicitement dans la littérature empirique, lorsqu'elle cherche à rendre compte des mécanismes de rémunération et d'incitation des gérants de portefeuille.

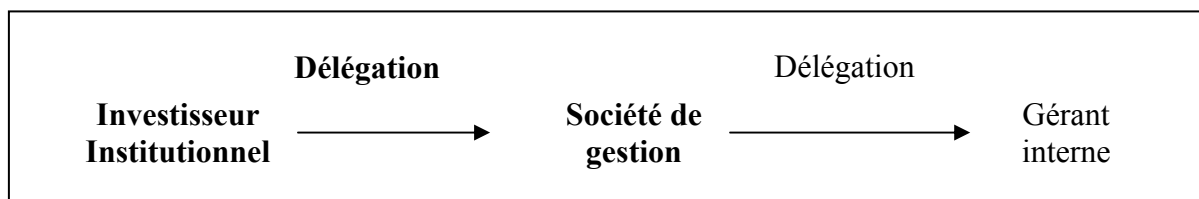


Schéma 3

## ii) La société de gestion et les gérants de hedge funds

### ▪ L'univers de la gestion alternative et les fonds de fonds

Le second type de relation d'agence spécifique à la société de gestion concerne les fonds de fonds, c'est-à-dire des sociétés de gestion qui sélectionnent non pas des actifs, mais des fonds (qui, eux-mêmes, sélectionnent des actifs). Il existe donc bien ici un double niveau de délégation puisque l'investisseur institutionnel délègue à une première société la tâche de déléguer à une seconde société la gestion d'un portefeuille de titres.

En France, ces pratiques sont particulièrement répandues dans le domaine de la gestion alternative, caractérisée par la production de performances absolues, décorrélées du marché (on parle alors de «vente d'*alpha*», la corrélation étant quant à elle captée par le *béta*) et par la quasi-absence de réglementation. Car si au Royaume-Uni, aux Etats-Unis mais aussi en Suisse, les *hedge funds* pèsent d'un poids très important dans le secteur de la gestion collective, il n'existe pas encore de véritable équivalent en France<sup>55</sup>. Dans un tel contexte, la solution consiste pour les investisseurs institutionnels français désireux d'accéder à l'univers de la gestion alternative à investir indirectement dans les *hedge funds* anglo-

<sup>55</sup> La Loi de sécurité financière de 2003 a encouragé cependant le développement de la gestion alternative dite directe en offrant la possibilité aux sociétés de gestion françaises de commercialiser deux nouveaux types de produits bénéficiant d'une réglementation assouplie. Il s'agit des OPCVM agréés à règles d'investissement allégées (ARIA) et des fonds contractuels.

saxons (on parle d'ailleurs de *gestion alternative indirecte*), par l'intermédiaire de sociétés de gestion, dites fonds de fonds alternatifs ou fonds de *hedge funds* (schéma 4).

Rares sont les gérants de *hedge funds* européens que nous avons pu contacter lors de nos entretiens, l'essentiel de nos interlocuteurs dans ce domaine étant en fait des gérants de fonds de fonds. Là encore, nous verrons dans la suite de ce travail en quoi les spécificités de ce type d'activité affectent la relation de délégation entre la société de gestion et l'investisseur institutionnel.



Schéma 4

- *Le choix entre gestion traditionnelle et gestion alternative*

Si pendant des années, la gestion alternative a été considérée comme bien trop risquée par les investisseurs institutionnels, on constate aujourd'hui un intérêt croissant pour ce type de gestion et la tendance à l'abandon des seules gestions traditionnelles en produits de taux ou en actions. Du côté de l'offre, cette tendance est mise en évidence par la société d'étude européenne Astéris qui recense 105 gérants alternatifs contre 52 en 2004 et qui évalue la progression du volume des encours de 33% en un an (43% en intégrant les fonds dédiés et les mandats). L'évolution de la demande émanant des investisseurs institutionnels reflète également cette tendance du marché. En effet, même si la gestion institutionnelle réalisée en gestion alternative reste encore très minoritaire (2,7% des actifs détenus par les institutionnels français et 1, 2% pour les institutionnels européens en moyenne selon l'étude d'Invesco), une enquête récente, réalisée par la société *Multiratings* auprès de 400 investisseurs institutionnels français révèle que 42% des organismes interrogés ont augmenté le poids des *hedge funds* dans leur portefeuille au cours de l'année 2005<sup>56</sup>. L'attractivité des actifs alternatifs est telle que leur intégration dans le portefeuille des institutionnels se normaliserait au point de ne plus seulement apparaître dans la partie « satellite ». Certains des gérants que nous avons rencontrés estiment d'ailleurs que les actifs alternatifs n'ont d'ores et déjà plus vocation à être considérés différemment des

<sup>56</sup> Les Echos, 9 janvier 2006.

actifs traditionnels et qu'ils constituent une classe d'actifs parmi d'autres, opinion partagée par les 3/4 des institutionnels interrogés dans le cadre de l'étude réalisée par l'OFGRI<sup>57</sup>.

Toutefois, et comme pour tous les autres choix auxquels les institutionnels sont confrontés, le recours à la gestion alternative peut être fortement limité par des facteurs structurels, tels que la réglementation. Par exemple, les caisses de retraite AGIRC-ARRCO n'ont légalement pas le droit de gérer leurs fonds en intégrant des actifs alternatifs. C'est d'ailleurs en partie pour cette raison que certains investisseurs institutionnels français privilégient la gestion monétaire dynamique<sup>58</sup> qui, tout en faisant appel à des techniques de gestion alternative, n'est pas soumise à la réglementation qui s'y applique.

Enfin, la présence de partenaires sociaux au sein du conseil de surveillance peut également constituer un facteur structurel de réticence envers les stratégies alternatives. C'est peut-être en partie ce type de phénomène qui est à l'origine de la décision prise en juin 2006 par le FRR d'exclure les *hedge funds* de sa nouvelle allocation d'actifs tout en consacrant 10% de son portefeuille à des titres non cotés ou appartenant aux secteurs des matières premières ou de l'immobilier.

L'attraction exercée par les gestions non traditionnelles comporte également une forte dimension conjoncturelle. L'annonce de pertes spectaculaires, telles que celles encourues récemment par le *hedge fund* américain Amaranth pour un montant de plus de 6 milliards de dollars, est à coup sûr de nature à raviver, au moins pour un temps, la méfiance des investisseurs. Il est clair, en revanche, que l'intérêt de la clientèle des institutionnels pour la gestion alternative a été motivé par la faiblesse des performances offertes par les sources traditionnelles de rentabilité de leurs placements intervenue avec la chute des marchés boursiers au début des années 2000<sup>59</sup>, puis par la baisse des rendements issus des marchés de taux. De telles expériences donnent en effet une légitimité à l'existence de classes d'actifs permettant de bénéficier de la décorrélation des rendements.

Ce phénomène n'a d'ailleurs pas échappé à certaines sociétés de gestion traditionnelle qui, désireuses de bénéficier des compétences déjà existantes dans des sociétés de gestion alternative, prennent des participations dans leur capital. C'est le cas par exemple de la

---

<sup>57</sup> Observatoire Français de la Gestion des Réserves Institutionnelles (2003), 9<sup>ème</sup> enquête annuelle sur la gestion des réserves des investisseurs institutionnels.

<sup>58</sup> Il s'agit là d'une tendance spécifiquement française. L'étude d'Invesco estime cette part à 25% du portefeuille des institutionnels français contre 13% pour la moyenne européenne, même si ces derniers mois, les fonds monétaires dynamiques semblent faire l'objet d'une plus forte demande de la part des institutionnels européens.

<sup>59</sup> Dans un rapport consacré au bilan de 3 années de gestion déléguée dans le cadre d'un appel d'offres lancé en 2000 pour un montant de 1,5 milliard d'euros, la Caisse nationale de l'assurance-vieillesse des artisans (CANCAVA) a d'ailleurs manifesté publiquement son mécontentement face aux médiocres performances obtenues au cours de cette période.



société Robéco qui après avoir acquis 49% de la société américaine Transtrend en 2002, est entrée en août 2006 dans le capital de la société belge *Alternatifs Analytic Investment Management* à hauteur de 40%. C'est aussi le cas du fonds de *private equity* Sagard qui, en septembre 2006, a pris une participation de 44% dans la société Olympia<sup>60</sup>.

Le choix entre les différents *hedge funds* anglo-saxons peut se révéler complexe pour les investisseurs institutionnels européens. Les fonds alternatifs sont en effet nombreux (environ 8 000) et moins réglementés que les produits de l'industrie traditionnelle<sup>61</sup>. Du coup, les *hedges* qui, via les fonds de fonds, intéressent les investisseurs institutionnels sont semble-t-il de deux types : les « charismatiques » ayant déjà été porteurs de performance et les jeunes fonds prometteurs.

Dans la première catégorie, on trouve les *hedges* les plus connus tels Tudor ou Citadel. Ils attirent en priorité les investisseurs caractérisés par des encours élevés et par une forte sensibilité à la contrainte des ratios d'emprise qui consiste à fixer des seuils maximum de participation en pourcentage de l'encours total du *hedge fund*.

Les fonds appartenant à la seconde catégorie présentent l'avantage de ne pas être encore reconnus, et d'être par conséquent plus facilement accessibles. Mais ces jeunes incubateurs sont difficiles à cibler et y prendre des participations peut en fait s'assimiler à un véritable pari. Ces fonds constituent cependant un marché intéressant pour les sociétés de gestion qui, n'ayant pas d'accès aux fonds charismatiques, mettent plutôt en avant leurs capacités de détection des jeunes gérants de *hedges*, dont certains ont d'ailleurs par le passé exercé leur profession pour le compte de sociétés de gestion.

## II. LE CONTROLE DE LA PERFORMANCE

Analysons maintenant plus en détail un premier aspect de la relation de délégation : le contrôle de la performance. Nous examinons tout d'abord les modalités de contrôle identifiées par la littérature académique. Nous nous intéresserons ensuite aux autres

---

<sup>60</sup> Option finance, 2 octobre 2006.

<sup>61</sup> En 2004, la SEC a en effet cherché à améliorer la transparence du marché en obligeant les *hedge funds* représentant plus de 14 investisseurs et disposant de plus de 25 millions de dollars d'encours à se faire enregistrer auprès d'elle. Un grand nombre de *hedge funds* ont pu toutefois échapper à cette contrainte en profitant de la dispense accordée à ceux d'entre eux qui imposeraient à leurs clients une période de *lock-up* (c'est-à-dire une période d'interdiction de retrait des fonds par les investisseurs) de 2 ans. Une Cour d'appel de Washington a finalement invalidé cette réglementation fin juin 2006, invoquant les irrégularités qui entachaient la méthode de comptabilisation des clients des fonds.

dispositifs qui, bien que n'étant pas explicitement traités dans le cadre des recherches théoriques, jouent un rôle important pour les praticiens de la gestion d'actifs.

## **II. A. Les modalités de contrôle identifiées par la littérature**

### ***II. A. 1. La rémunération des performances comme mécanisme incitatif***

#### *a - La rémunération de la société de gestion par l'investisseur institutionnel*

Nous considérons ici une première modalité de contrôle des performances envisagée dans la littérature académique que nous avons présentée dans la première partie : la rémunération de la société de gestion par sa clientèle institutionnelle.

Précisons dès maintenant que pour l'essentiel, les résultats de la littérature théorique et empirique consacrés à cette question sont confortés par les réponses obtenues au cours de nos entretiens.

#### *i) Rémunération fixe et rémunération à la performance*

Notre premier constat concerne l'opposition entre rémunération fixe (*flat fee*) et rémunération à la performance (*performance fee*).

Tout d'abord, quel que soit le type de société de gestion et le type de produits qu'elle propose à sa clientèle, le contrat de rémunération prévoit toujours une rémunération fixe. Indépendante de la performance du portefeuille, cette rémunération varie généralement entre 0,5% et 2% de l'actif sous gestion, ce pourcentage pouvant cependant être dégressif lorsque les montants en jeu sont très importants<sup>62</sup>.

En ce qui concerne les rémunérations liées aux performances, nos entretiens révèlent un clivage qui oppose les deux grands types de gestion, traditionnelle et alternative et ce, quel que soit le pays considéré :

- Dans les sociétés de gestion traditionnelle, la définition de commissions fonction des performances est peu fréquente. La justification avancée par nos interlocuteurs est avant tout celle suggérée par la littérature théorique : l'incitation de la société de gestion à une

---

<sup>62</sup> L'un des nos interlocuteurs s'est d'ailleurs interrogé sur la légitimité d'une tarification proportionnelle au montant de l'actif sous gestion, qui consiste par définition à allouer le bénéfice tiré des économies d'échelle à la société de gestion plutôt qu'à sa clientèle.

prise de risque excessive. Mais d'autres explications peuvent également être avancées. D'abord, les pressions à la baisse globale des tarifs, exercées par les investisseurs institutionnels après la déception suscitée par le krach du début des années 2000, n'ont guère été favorables à une généralisation de la rémunération à la performance, perçue comme potentiellement coûteuse pour les institutionnels. Enfin, il semble parfois que ces derniers conçoivent le principe de la commission à la performance comme une source d'incertitude trop importante sur les sommes qu'ils auront à décaisser en vue de rémunérer la société de gestion.

- C'est en fait dans l'industrie de la gestion alternative que le principe des commissions à la performance se voit le plus fréquemment appliqué. L'argument le plus souvent invoqué fait implicitement référence au mécanisme décrit dans les modèles théoriques : l'incitation à la performance. Ce mode de rémunération apparaît d'ailleurs comme parfaitement cohérent avec la logique de la gestion alternative, consistant à offrir des performances décorrélées de celles du marché. Enfin, pour la plupart de nos interlocuteurs exerçant au sein des sociétés de gestion alternative, le danger d'une prise de risque paraît relativement faible dans la mesure où le contrôle des risques fait par ailleurs l'objet de processus à la fois très complets et très stricts. Un certain nombre des personnes interrogées estiment d'ailleurs qu'à une échéance proche, ce principe d'une rémunération à la performance pourrait s'étendre davantage à la gestion traditionnelle, comme le suggèrent les discussions en cours dans certaines sociétés de la place. Cette évolution concernerait d'autant plus celles dont les pratiques sont fondées sur l'analyse approfondie des titres (*stock picking*), l'affirmation de fortes convictions et le refus de recourir à une gestion *benchmarkée*, et présentent certaines similitudes avec la gestion alternative.

## *ii) La structure de la rémunération à la performance*

Notre second constat porte, lorsqu'elle existe, sur la structure de la rémunération à la performance. D'une part, comme le suggère la littérature théorique, la commission à la performance est calculée comme un pourcentage de la sur-performance c'est-à-dire l'écart entre la performance du portefeuille et celle d'un indice de référence ou *benchmark* (selon le type de fonds, les indices MSCI, EONIA ou Euribor figurent parmi les plus utilisés)<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> En France, la réglementation interdit la rémunération des OPCVM dès le premier euro de performance, sauf dans le cas des fonds ARIA et des fonds contractuels créés par le législateur pour favoriser l'accès des investisseurs à la gestion alternative. Dans le cas des mandats, « l'accord exprès du mandant est nécessaire si la

Ce pourcentage varie entre 10% et 20%, selon la société de gestion et l'intensité de la concurrence en vigueur sur le type de produit considéré. Nos entretiens ont parfois été l'occasion pour nos interlocuteurs de formuler quelques réserves ou mises en gardes concernant l'utilisation des *benchmarks*. Certains d'entre eux insistent tout d'abord sur l'importance d'une plus grande clarté dans la définition et dans la détermination du mode de calcul de ces indices qui, notamment lorsqu'ils sont composites, peuvent s'avérer assez complexes à appréhender et exigent de la part du client institutionnel une bonne culture financière. D'autres ont signalé l'aberration que peut constituer un système de rémunération à la sur-performance dans les situations où la société de gestion a généré une performance certes meilleure que celle du marché, mais néanmoins négative !

Il s'avère d'autre part, que la structure de la rémunération à la performance est le plus souvent asymétrique ou convexe : seules les sur-performances sont rémunérées. Mais bien que les pertes éventuelles ne soient jamais explicitement sanctionnées, elles sont souvent indirectement prises en compte dans le calcul de la rémunération, à travers deux types de dispositifs. Le premier mécanisme est appelé *high-watermark* et ne prévoit, pour une période donnée, une prise en compte de la sur-performance que lorsque les sous-performances passées ont été compensées. Le second dispositif, dit de « *reset* », repose sur la régularité avec laquelle on mesure la performance pour ensuite calculer la rémunération correspondante. Par exemple, une échéance trimestrielle signifie que le compteur est en quelque sorte « remis à zéro » tous les trois mois, interdisant à la société de gestion qui produirait de mauvaises performances au cours d'un trimestre donné de les compenser par d'éventuelles très bonnes performances dégagées pendant le trimestre précédent.

### *iii) Les rétrocessions de commissions*

Les modalités de rémunération sont par ailleurs affectées par deux phénomènes définis dans la première section de ce rapport : le développement des fonds de fonds et l'intervention de distributeurs, réseaux bancaires ou conseillers en patrimoine. Ces protagonistes contribuent en effet l'un et l'autre à une certaine forme de superposition des commissions. Dans le premier cas, l'investisseur institutionnel rémunère la société de gestion qui, à son tour, rémunère le fonds « cible » dans lequel elle a investi. Dans le

---

rémunération variable est acquise dès le premier euro de performance » (art. 322-40, Règlement général de l'AMF).

second cas, l'épargnant verse une commission au distributeur qui, à son tour, rémunère la société de gestion.

C'est dans ce contexte de rallongement de la chaîne de délégation que s'est mis en place un système de rétrocession de commissions, consistant en une réduction de la commission versée dans le premier cas par la société de gestion au fonds, et dans le second cas par le distributeur à la société de gestion. Selon l'un de nos interlocuteurs, ces pratiques sont en partie imputables à une décision des autorités de régulation (règlement COB 2003-08) qui, dans la lignée de la réglementation communautaire, contraint les OPCVM à éditer un prospectus complet indiquant notamment le montant et la nature des commissions prélevées aux clients. Or en vertu du principe d'égalité de traitement de la clientèle, ce document est valable aussi bien pour les particuliers que pour les investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, les mécanismes de rétrocession de commissions constituent un moyen de proposer *ex post* aux clients institutionnels une tarification différenciée et personnalisée. Une disposition de l'AMF, datant d'avril 2005, encadre désormais ces pratiques en interdisant « à un fonds cible de rétrocéder à la société de gestion d'un fonds de tête investissant dans le fonds cible, ou à un tiers, une quote-part des frais de gestion et des frais de souscriptions (rachat d'un fonds cible). Le principe est que ces rétrocessions doivent bénéficier exclusivement au fonds de tête, et non à sa société de gestion ou à une autre personne ou fonds ». Il en va de même « quand un fonds rétrocède des frais à un réseau bancaire qui place ses produits, ou quand un fonds rétrocède des frais à un conseiller en patrimoine qui conseille ses produits. » (art. 322-43 du règlement général de l'AMF).

#### *b - La rémunération du gérant par la société de gestion*

Comment la structure de commission se répercute-t-elle sur la rémunération du gérant ? Pour leur part, les gérants des *hedge funds* sont rémunérés non seulement sur la commission qui est normalement versée par le fonds de fonds alternatif, mais aussi très souvent au titre de principal actionnaire et de principal investisseur de leur *hedge fund*. Dans le cas des gérants employés en interne par les sociétés de gestion, la question de la rémunération est visiblement perçue comme sensible, et les réponses données par nos interlocuteurs s'avèrent souvent assez floues.

On peut cependant tenter de formuler un double constat. D'une part, la rémunération des gérants internes comporte presque systématiquement une composante variable, qui

peut parfois s'avérer très élevée<sup>64</sup>. D'autre part, les performances ne sont jamais totalement absentes du mode de détermination de cette part variable. Les sociétés de gestion se distinguent cependant selon le caractère plus ou moins explicite et transparent de cette prise en compte des performances dans le processus de rémunération.

Dans bon nombre de sociétés interrogées (notamment dans les grosses structures), la composante variable de la rémunération des gérants est déterminée de manière discrétionnaire et avec une certaine opacité. Un grand nombre de nos interlocuteurs insistent alors sur le fait que la performance des fonds ne constitue qu'un des critères retenus pour le calcul de la rémunération du gérant. D'autres éléments, tels que l'implication commerciale semblent jouer également un rôle important. Dans les fonds de fonds alternatifs, la qualité du suivi des *hedge funds* intervient aussi. De surcroît, la dimension collégiale des prises de décision dans de nombreuses sociétés gestion est souvent invoquée pour justifier l'absence de liens étroits entre la performance d'un fonds et l'action individuelle de tel ou tel gérant.

Dans d'autres sociétés (catégorie à laquelle appartiennent bon nombre des sociétés de gestion alternative indirecte, mais aussi certaines sociétés de gestion traditionnelle), on note cependant une volonté de donner à l'avenir plus d'importance à la performance et, parfois, de systématiser davantage sa prise en compte dans le calcul de la rémunération des gérants, selon un modèle plus proche des pratiques anglo-saxonnes. L'objectif clairement revendiqué est là encore celui d'une plus forte incitation des gérants. La prise en considération de la performance peut alors se faire selon différentes modalités. Dans certains cas, ce sont les classements annuels de fonds publiés par la presse spécialisée qui sont retenus pour définir la grille de fixation du bonus des gérants. Dans d'autres cas, on a recours aux « modèles d'attribution de performance », qui permettent de déterminer le poids respectif de la compétence du gérant et de la « chance » ou de l'environnement financier dans l'explication de la performance du fonds.

### ***II. A. 2. Les autres mécanismes incitatifs***

Nous examinons à présent la pertinence des autres mécanismes identifiés par la littérature dans le contrôle du gérant. Nous analyserons tout d'abord le rôle de la

---

<sup>64</sup> Souvent déterminé sur une base annuelle, le « bonus » atteindrait parfois 50% du salaire fixe.

réputation et des classements comme mécanisme incitatif. Nous verrons ensuite le rôle joué par les mouvements des actifs sous gestion.

#### *a - La réputation, les classements*

##### *i) La réputation*

Pour les investisseurs institutionnels, la réputation acquise par une société de gestion ou un gérant importe dans une certaine mesure. Si un gérant perd sa réputation, il risque de voir ses encours sous gestion diminuer. En effet, la réputation est un signal informatif pour les clients sur ses capacités de gestion mais également sur sa rigueur et sa déontologie. La réputation s'acquiert par de bonnes performances passées, par la longévité dans le métier, par les relations établies de longue date avec les investisseurs institutionnels.

##### *▪ Dans la gestion traditionnelle*

Lorsque les investisseurs institutionnels recourent à des appels d'offres pour sélectionner leur(s) gérant(s), l'historique de performances doit figurer dans la réponse à l'appel d'offres. Le client institutionnel a donc connaissance des performances passées, bonnes ou mauvaises, de la société de gestion candidate pour la gestion de ses actifs.

Ainsi, les performances étant publiques, les gérants se forment une réputation dans l'industrie de la gestion d'actifs. La littérature établit qu'une bonne réputation va permettre d'attirer de nouveaux fonds, ce qui est confirmé par l'exemple des « boutiques ». Ces petites sociétés de gestion se sont forgées une réputation grâce aux bonnes performances qu'elles ont réalisées pendant la crise du début des années 2000. Elles ont enregistré suite à cette période de nombreuses entrées de fonds, et ont acquis des parts de marché au détriment souvent des grosses sociétés de gestion. Selon le palmarès 2006 des sociétés de gestion d'Amadéis<sup>65</sup>, publié le 2 janvier 2006, 61% des investisseurs institutionnels ont confirmé leur plus grand intérêt pour les sociétés de petite ou moyenne taille qui sont en mesure d'apporter plus de valeur ajoutée, notamment sur la gestion actions. Ce résultat confirme les résultats d'une enquête réalisée en 2005 par le cabinet *Greenwich Associates*, qui a souligné

---

<sup>65</sup> Cabinet de conseil en gestion d'actifs.

le recours croissant des investisseurs institutionnels aux « boutiques » spécialisées au détriment de certains grands gérants traditionnels.

Dans la gestion traditionnelle, la personnalité du gérant est un critère qui compte assez peu pour l'attribution des fonds à gérer. Il n'existe des « gérants stars » que pour des gestions très spécialisées. Toutefois, dans les « boutiques », certains gérants sont connus, et ont acquis une réputation après l'éclatement de la bulle Internet en ayant, contrairement au reste du marché, réalisé des performances positives. Les investisseurs institutionnels recherchent peut-être moins le « gérant star » lui-même que la société dans laquelle il a laissé son empreinte et son style.

- *Dans la gestion alternative*

Dans la gestion alternative, la réputation est particulièrement importante en France, étant donné que cette activité est relativement nouvelle. La présence depuis plusieurs années dans le métier de la gestion alternative ou de la gestion d'actifs devient un argumentaire commercial pour les gérants de fonds de fonds. Une réputation déjà acquise rassure en effet l'investisseur institutionnel aussi bien que le gérant de fonds de fonds lorsqu'il doit sélectionner les *hedge funds* à intégrer dans ses fonds. La réputation d'un gérant peut-être entachée par de nombreux éléments tels que des malversations qu'il aurait commises, ou simplement les conséquences négatives de sa stratégie d'investissement ou le défaut d'un émetteur dans lequel il aurait investi. Le travail de sélection fait par les gérants de fonds de fonds vise précisément à éviter que l'un d'entre eux fasse faillite, ce qui nuirait alors à la réputation d'expertise du sélectionneur.

Ainsi, en gestion alternative, les gérants stars existent. Ils bénéficient d'une réputation qu'ils se sont forgés grâce à leurs bonnes performances passées, celles-ci contribuant à leur tour à l'augmentation des encours. Mais les fonds les plus connus présentent l'inconvénient d'être fermés à de nouveaux entrants. Le fait de bénéficier de relations privilégiées avec les gérants de ces *hedges* et de pouvoir être contactés en cas de levée de fonds ou de retrait d'anciens investisseurs constitue alors un argument commercial crucial pour les sociétés de gestion qui pratiquent depuis longtemps la gestion alternative indirecte.



## ii) *Les classements, les notations*

### ▪ *Les classements*

Dans la littérature, une modification dans la position d'un classement entraîne une augmentation ou une diminution des encours de la société de gestion. Notre premier constat concerne les investisseurs français qui sont devenus, au cours de ces dernières années, très attentifs aux différents classements publiés régulièrement dans la presse. Le tableau 8 présente les principaux classements existants en France.

Au niveau européen, un seul classement des sociétés de gestion existe. Il est établi par EuroPerformance et l'EDHEC, et fondé sur l'intensité d'*alpha* : « *l'Alpha League Table* ». La mesure de la performance est corrigée du risque (y compris les risques extrêmes) et prend en compte la persistance de la sur-performance. Les *alphas* étant des grandeurs arithmétiques qui ne dépendent d'aucune catégorie, ils sont comparables entre eux. Ce classement consiste donc à comparer les sociétés de gestion en fonction de leur capacité à délivrer des *alphas* positifs. Les premiers du classement sont les meilleurs fournisseurs d'*alpha*, c'est-à-dire les sociétés de gestion qui offrent un bon compromis entre la valeur des *alphas* produits et leur fréquence. Ce classement est appliqué tour à tour à chaque pays européen, et est suivi d'un palmarès général. Les sociétés de gestion comme les distributeurs savent que ces palmarès ont un impact sur les décisions de placement de la clientèle des particuliers et des institutionnels. Ainsi, les sociétés de gestion utilisent les classements dont les résultats figurent dans les prospectus des fonds, ou dans les *reporting*.

Notre second constat porte sur l'absence de consensus sur la relation entre les classements et le montant des actifs gérés.

Pour une minorité de gérants, il existe une très forte corrélation entre les classements réalisés et le montant des encours à la période suivante. Les classements sont un argument important utilisé par les commerciaux des sociétés de gestion. Si un fonds est premier de sa catégorie, il est plus facilement distribué, d'autant qu'il se produit un effet de recommandation qui influe sur la notoriété de la société de gestion. Il est plus facile à un gérant de faire accepter ses convictions à son client, quand il est confirmé par un bon classement. Certaines sociétés de gestion reconnaissent toutefois se servir de ces classements pour leur communication mais sans en connaître précisément les retours en termes d'augmentation d'encours. Selon elles, les grands investisseurs institutionnels connaissent

déjà les principales sociétés de gestion de telle sorte que ces classements ne sont pas décisifs dans leurs choix.

La théorie a également établi que la réaction des investisseurs institutionnels à un classement est asymétrique. A l'aune de nos entretiens, il semble que ce résultat soit confirmé : quand un fonds progresse dans le classement, ses encours augmentent plus vite qu'ils ne baissent s'il subit une chute.

En revanche, pour une majorité de gérants, il n'existe pas de relation entre les classements et l'évolution du montant des encours. Les investisseurs regardent les classements comme un élément parmi d'autres mais ils ne le font pas systématiquement. A titre d'exemple, une société de gestion reconnaît ne pas figurer dans les classements, mais, selon elle, cela ne nuit en rien à la progression de ses encours. Selon le gérant, le moment le plus difficile est la création du fonds, mais une fois établi, celui-ci voit ses actifs augmenter indépendamment des palmarès.

L'inconvénient de ces classements, souvent cité par nos interlocuteurs, est le problème de la comparaison. En effet, dans certains des classements, on compare des fonds en ne distinguant pas les styles de gestion, les secteurs géographiques ou d'activités. La compréhension de ces classements n'est donc pas toujours aisée. Par ailleurs, la méthodologie utilisée, ainsi que les critères retenus ne sont pas toujours explicites, ce qui peut induire en erreur l'investisseur institutionnel. C'est pourquoi les consultants proposent des analyses plus fines, consistant à relier les classements des gérants aux risques qu'ils ont pris et en examinant les ratios « performance/risque ». Ils réalisent cet examen afin de détecter les paris agressifs pris par les gérants car le niveau de risque qu'ils ont pris n'est pas nécessairement celui désiré par les investisseurs institutionnels.

Enfin, notons qu'on assiste désormais à un nouveau phénomène : ce sont les investisseurs institutionnels eux-mêmes qui, avec l'aide d'un consultant, établissent les classements de leurs différents gérants et les leur communiquent. Il s'ensuit une concurrence accrue entre les différents gérants, puisque les mieux classés seront récompensés par un montant d'encours supérieur à gérer. Toutefois, ce phénomène est encore peu présent.

<b>Noms</b>	<b>Promoteurs et organismes de mesure de performances</b>	<b>Date de création</b>	<b>Principales récompenses</b>	<b>Classement</b>
<b>Victoires</b>	<i>La tribune</i> , Standard & Poor's, Micropal.	1997	6 grands prix + 2 prix de l'innovation	Performances, sur 1, 3 et 5 ans, en distinguant promoteurs gammes large et spécialisée, et types d'OPCVM.
<b>Lauriers</b>	<i>Investir magazine</i> , Standard & Poor's, Micropal.	nd	Or, argent et bronze pour les sociétés de gestion	Performances, sur 5 ans, en distinguant les « banques à réseaux » et « autres établissements ». Par types d'OPCVM.
<b>Corbeille d'or</b>	<i>Mieux Vivre Votre Argent</i> , Europerformance.	1986	3 marches du podium. Catégories : banques à grand réseau.	Performances, sur 1 an et 5 ans, en distinguant les « grands réseaux bancaires » et « tous établissements confondus ». Par type d'OPCVM.
<b>Grands Prix de la Gestion d'actifs</b>	<i>Agefi Patrimoine</i> , Europerformance et Edhec.	1999	15 lauréats en 2002. Best seller	Par style de gestion.
<b>Palmes</b>	<i>La Vie Française</i> , Europerformance.	1997	Au total 20 lauréats.	Performances sur 1 et 3 ans. Par types de Sicav actions et Obligatoires.
<b>Trophées</b>	<i>Le Revenu Française</i> , Standard & Poor's, Micropal.	nd	Or, argent et bronze.	Performances, sur 3 et 10 ans. Par types d'OPCVM, en distinguant « banques à réseaux », « compagnies d'assurance » et « établissements spécialisés ».
<b>Grands Prix Sicav &amp; FCP</b>	<i>Le Journal des Finances</i> , Le Figaro.	nd		Performances sur 5 ans. Par types d'OPCVM.

**Tableau 8. Principaux palmarès en France**  
Source : Auverny-Bennetot (2003)<sup>66</sup>

<sup>66</sup> Auverny-Bennetot P. (2003), *La gestion d'actifs en France*, Revue banque éditions, Paris.

- *Les notations*

Les notations constituent, comme les classements, un facteur d'incitation à la performance.

La notation des sociétés de gestion se développe de plus en plus en Europe. Lors des procédures d'appels d'offres effectuées par les investisseurs institutionnels, les notations par des agences font partie des informations systématiquement demandées. Se faire noter, pour une société de gestion, c'est afficher sa volonté de transparence. Aucune des grandes agences de notation n'a son siège en France, mais la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, s'inspirant de la loi américaine *Sarbanes-Oxley*, a confié à l'AMF, le soin de publier chaque année un rapport sur le « rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leurs activités sur les émetteurs et les marchés financiers » (article L 544-4 du Code monétaire et financier). Les notations sont faites par des agences comme *Fitch-AMR* ou *Standard and Poor's*. Le plus souvent, cinq principaux critères sont distingués : la structure, l'interdépendance, la communication, l'investissement et le *management* des risques. Les notations sont ré-examinées au minimum chaque année. La note peut être attribuée sous surveillance, dès lors qu'un événement majeur intervient dans la vie de la société.

Parmi les sociétés de gestion que nous avons rencontrées seule une minorité faisait l'objet d'une notation<sup>67</sup>. D'ailleurs, le plus souvent, c'est le groupe auquel appartient la société de gestion qui était noté. Ainsi, pour les sociétés de gestion interrogées, la notation est un mécanisme lourd qui nécessite des procédures de contrôle supplémentaires sans pour autant leur garantir une quelconque augmentation des encours.

En revanche, il est plus courant que ce soit les fonds des sociétés de gestion qui fassent l'objet d'une notation plutôt que les sociétés de gestion elles-mêmes. Les notations sont quantitatives ou qualitatives. Une notation quantitative est effectuée, par exemple par *Standard & Poor's* sur la base d'une évaluation de la performance de l'OPCVM et de sa régularité par rapport aux autres OPCVM de la même catégorie. Le calcul est effectué en utilisant les performances mensuelles relatives de l'OPCVM pour chacun des trente-six derniers mois. La moyenne et la volatilité de ces trente-six résultats conduit à accorder zéro,

---

<sup>67</sup> En France, seules 10 sociétés de gestion sont notées par Fitch-AMR (f. site Internet de Fitch : [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)).

une, deux ou trois « Etoiles » aux fonds examinés. En France, la concurrence exercée par les gestionnaires étrangers et la demande d'une information plus transparente poussent au développement de la notation quantitative. Ainsi, les cinq premières sociétés de gestion françaises font noter certains de leurs OPCVM.

A la demande des sociétés de gestion, les OPCVM peuvent faire l'objet d'une notation qualitative. Celle-ci consiste à mesurer la cohérence du processus d'investissement vis-à-vis des objectifs du fonds et de l'expérience des équipes en examinant entre autres d'une part la fiabilité des systèmes d'information et l'attention portée au risque et d'autre part le contrôle des performances. La notation qualitative se développe sur le continent européen, mais elle est beaucoup plus fréquente dans le monde anglo-saxon où les investisseurs institutionnels jouent un rôle plus important. Les OPCVM sont notées en France par *IBCA Notation*, *Moody's France*, *Morningstar* ou *Standard and Poor's*. Selon cette dernière, pour être éligibles à une évaluation qualitative et à une notation éventuelle (dans les catégories de AAA à A), les fonds doivent au préalable subir un filtre quantitatif qui ne retient qu'environ 20% des fonds. Depuis peu, les processus de gestion sont également notés. En effet, l'agence *Fitch* note désormais les divers processus d'investissement des gérants d'actifs à travers un examen des équipes et de l'organisation, de la gestion de portefeuille, du suivi des risques, de la technologie, et de l'environnement opérationnel. En France, trois sociétés de gestion ont ainsi fait noter leur processus de gestion.

On peut toutefois s'interroger sur les conséquences de la profusion des notations. Les notations se développent mais ne vont-elles pas perdre de leur crédibilité et de leur caractère informatif ? Si les notations sont trop nombreuses, elles pourraient réduire la visibilité des investisseurs institutionnels et perdraient alors de leur influence sur le montant des actifs confiés aux sociétés de gestion.

#### *b - Les mouvements d'actifs sous gestion*

##### *i) Les flux d'entrée*

Si le gérant a produit de bonnes performances par rapport à la performance moyenne de ses concurrents ou à un *benchmark*, on s'attend à ce que de nouveaux capitaux affluent dans le fonds. Puisque les contrats de rémunération des sociétés de gestion incluent en général une

rémunération qui est fonction des actifs sous gestion, cela crée une incitation implicite pour les gérants à faire de bonnes performances.

Les résultats de la littérature théorique sont confirmés par les gérants qui reconnaissent que la relation est asymétrique puisque quand les performances sont bonnes, les encours augmentent plus qu'ils ne baissent en cas de diminution de la performance.

Certaines sociétés de gestion ne sont toutefois pas nécessairement intéressées par l'accroissement de leurs encours consécutifs à de bonnes performances passées. La raison est sans doute qu'elles souhaitent garder leur petite dimension, qui est un avantage comparatif par rapport aux grandes sociétés. Les « boutiques » possèdent l'avantage de la personnalisation de la relation de délégation. Elles disposent d'une expertise pour un type de gestion très spécifique et ne vont donc pas chercher à attirer des actifs supplémentaires si elles ne possèdent pas le savoir-faire requis pour répondre aux besoins de l'investisseur institutionnel.

En gestion alternative, certains *hedge funds* vont même jusqu'à fermer leurs fonds et n'acceptent pas de clients supplémentaires. On observe peut-être ce phénomène car leur rémunération dépend moins du montant des actifs gérés, et beaucoup plus de la performance réalisée. De plus, il semble qu'il existe une taille optimale d'encours pour un *hedge fund*, au-delà de laquelle les arbitrages deviennent difficiles.

## *ii) La réduction du montant des actifs gérés*

La menace de réduction du montant des actifs confiés par un investisseur institutionnel à une société de gestion constitue un bon moyen d'incitation et de contrôle du gérant.

L'existence de mauvaises performances constitue l'une des principales causes de retrait des actifs. Ainsi, en cas de mauvaises performances persistantes, mesurées par rapport à un portefeuille de référence, l'investisseur institutionnel retirera les fonds qu'il a confiés à une société de gestion. Il peut décider de s'adresser à une autre société ou dans des cas plus rares, de les gérer en interne s'il dispose des moyens nécessaires.

Les gérants que nous avons interrogés sur cet aspect reconnaissent cependant que les retraits sont plutôt rares, et que l'essentiel pour eux est de pouvoir justifier la mauvaise performance, et de réagir très vite à une diminution de la performance. Les investisseurs institutionnels ne reprendront leurs capitaux que si la mauvaise performance est véritablement persistante dans le temps<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Le FRR a appliqué ce principe puisqu'il a annoncé le 8 novembre dernier du fait de performances financières durablement insatisfaisantes » avoir décidé de résilier le mandat de gestion contracté avec une filiale de la

Enfin, le retrait des fonds peut relever d'un tout autre argument. En effet, la deuxième raison invoquée par les clients institutionnels pour reprendre leurs capitaux est un changement d'allocation stratégique qui dépend essentiellement de l'horizon de placement, mais aussi de l'appréciation des risques (ou aversion au risque) de l'investisseur. Ainsi, si l'horizon de placement change ou si l'investisseur institutionnel devient plus ou moins averse au risque, il peut modifier la pondération entre les différentes classes d'actif, ce qui peut le conduire à choisir un ou des autres gérants qui correspondront mieux à sa nouvelle stratégie d'investissement.

## **II. B. Les modalités de contrôle non identifiées par la littérature**

Nous envisageons maintenant des facteurs qui, bien que susceptibles d'améliorer le contrôle des performances des sociétés de gestion, ne sont pas envisagés par la littérature académique. Non seulement cette dernière néglige un certain nombre de contraintes que nos entretiens ont cependant permis de mettre en lumière, mais elle ne tient pas compte non plus de la présence d'autres acteurs dans la relation de délégation. Or l'existence de ces contraintes produit elle-même des incitations auprès des gérants.

### ***II. B. 1. L'existence de contraintes incitatives***

Nous analysons tout d'abord deux types de contraintes qui ne sont pas abordés par la littérature théorique ou empirique, mais qui n'en sont pas moins emblématiques de la manière dont l'industrie de la gestion d'actifs a évolué ces dernières années. Les contraintes imposées par les investisseurs institutionnels eux-mêmes, ainsi que la structure plus concurrentielle du secteur contribuent à structurer de manière incitative la relation entre gérants et investisseurs institutionnels.

---

Société Générale Asset Management (SGAM), la société *Trust Company of the West* (TCW). Le FRR avait confié à cette société un mandat de gestion active sur les actions de moyenne capitalisation américaine de 200 millions d'euros et pour une durée de cinq ans. Le FRR a un horizon de placement long qui lui permet de donner du temps aux gérants pour faire leurs preuves. Mais dans ce cas, il n'aura que deux ans à la SGAM, le mandat ayant été abondé en novembre 2004. TCW ne devrait pas souffrir de cette décision, mais la réputation de SGAM devrait en pâtir, d'autant que faire partie des gérants du FRR constitue un avantage pour être sélectionné lors des grands appels d'offres internationaux.

*a - Les contraintes émanant des investisseurs institutionnels*

*i) Des investisseurs institutionnels plus exigeants en matière d'accès à l'information sur la gestion de leurs fonds*

En devenant plus exigeants sur la qualité, la fiabilité et la régularité des informations qui peuvent leur être fournies par les sociétés de gestion, les investisseurs institutionnels resserrent évidemment leur contrôle sur les gérants. Mais ceci suppose au préalable que les investisseurs institutionnels disposent d'une compétence et d'une culture financière suffisantes pour exploiter efficacement les informations auxquelles ils ont accès.

▪ *Recherche d'informations, culture financière et qualité du contrôle*

Le niveau de compétence des institutionnels est en réalité assez dispersé : les moyens affectés à la connaissance des enjeux liés à la gestion sont généralement fonction de leur taille. Pour simplifier, les gros fonds de pension européens sont des acteurs désirant accéder à des gestions sophistiquées, tandis que de petites caisses de retraite auront des gestions de leurs encours beaucoup plus basiques intégrant les classes d'actifs usuelles.

S'il est clair que le niveau de compétence varie d'un institutionnel à l'autre, la culture financière des responsables de ces institutions semble cependant bien meilleure qu'il y a quelques années. La professionnalisation de l'industrie de la gestion d'actifs reflète celle des gérants, mais aussi celle des investisseurs institutionnels dans leur ensemble. Les entretiens réalisés auprès des consultants révèlent qu'une demande forte et récente de formation émane de ces responsables. Ils sont donc visiblement soucieux de mieux connaître et maîtriser les techniques et les stratégies en vigueur dans les univers de la gestion traditionnelle et alternative. Il peut également arriver que certains directeurs financiers de caisses de retraite ou de compagnies d'assurance soient eux-mêmes d'anciens gérants. En dépit d'une certaine hétérogénéité, il paraît tout à fait clair que le niveau de compétence moyen a vraiment augmenté ces dernières années, notamment sous l'effet du renouvellement des générations de trésoriers. Aussi des caisses de retraite modestes s'efforcent-elles d'accéder à des modes de gestion plus pointus. Les compétences humaines et les moyens dont elles se sont dotées sont signalés par les gérants, qui



communiquent dorénavant avec des interlocuteurs avertis, aux compétences financières largement plus consistantes que leurs prédécesseurs.

- *Le reporting, outil de suivi et de contrôle des gérants pour les investisseurs institutionnels*

Le *reporting* constitue l'outil de contrôle privilégié des sociétés de gestion par les investisseurs institutionnels. Quel que soit le véhicule de gestion choisi, la clientèle institutionnelle exige des *reporting* de plus en plus précis, normalisés et exhaustifs. Les gérants que nous avons rencontrés insistent sur l'extrême précision des demandes de certains de leurs clients, et indiquent combien le contenu des *reporting* a peu à voir avec ce qu'il était il y a encore quelques années. Ce phénomène résulte pour une grande partie d'exigences croissantes de leurs autorités de tutelle<sup>69</sup>. Les demandes de *reporting* répondent également à la nécessité de faciliter la comparabilité des performances obtenues en cas de multigestion : l'exigence de standardisation des mesures de performances (GIPS) et la centralisation des calculs de valorisation auprès d'un valorisateur unique permettent notamment de réduire l'opacité des résultats présentés par chaque gérant, et d'améliorer la comparaison de performance vis-à-vis des autres. Ces exigences accrues traduisent plus généralement la volonté des institutionnels de mettre en place un suivi et un contrôle beaucoup plus étroits des gérants. Cette « pression » est néanmoins exercée avec plus ou moins de force suivant le type de clientèle, ce qui a d'ailleurs conduit certains gérants à segmenter le *reporting* suivant le type de clientèle.

Pour la clientèle des distributeurs, les *reporting* sont assez standardisés et sont communiqués avec une fréquence mensuelle. On y voit figurer de manière assez usuelle des éléments tels que les performances (cumulatives, annualisées) à plusieurs échéances, la manière dont celles-ci évoluent par rapport au *benchmark*, l'explication de la stratégie d'investissement, les trophées obtenus auprès des agences, les atouts des fonds, les équipes de gestion, l'horizon d'investissement, les ratios de volatilité et de risque, la *tracking error*, la répartition par classes d'actifs, par pays et par monnaie etc...l'ensemble étant assorti du commentaire du gérant. La clientèle des institutionnels tels que les caisses de retraite, les fonds de pension ou les fonds de fonds, se révèle semble-t-il plus exigeante que celle des

---

<sup>69</sup> Cf. le cas du FRR exposé plus bas.

distributeurs. Cela implique la rédaction de *reporting* plus approfondis et plus « personnalisés »<sup>70</sup>.

La rédaction du *reporting* doit répondre aux attentes des investisseurs institutionnels : les sociétés de gestion l'ont bien compris et mettent en avant la qualité de leur *reporting* dans leur politique commerciale<sup>71</sup>. En effet, le directeur financier d'un investisseur institutionnel peut tout à fait refuser d'investir dans un fonds très performant si la qualité du *reporting* est insuffisante. Il est incité à mettre l'accent sur la qualité du *reporting* car il a lui-même des comptes à rendre sur la délégation de la gestion des encours à des gérants. Tout ce qui est de nature à clarifier et justifier les choix d'allocation des gérants le place donc lui-même dans une situation favorable vis-à-vis des comités désignés en interne pour réaliser le contrôle de la bonne gestion des fonds. Dans le même temps, la structure plus concurrentielle du marché de la gestion d'actifs contraint les sociétés de gestion à répondre à ces attentes. Ne pas s'aligner sur les exigences des institutionnels, c'est risquer une différenciation négative vis-à-vis de leurs concurrents. Et même si les consultants que nous avons rencontrés considèrent qu'en dépit de ces efforts de normalisation, certains comptes-rendus de performance, par exemple, manquent encore de transparence, les exigences accrues des institutionnels en matière de *reporting* contribuent à une plus grande transparence de l'information et des pratiques des gérants. Cette plus grande transparence est particulièrement utile lorsque les performances des fonds sont moins bonnes qu'initialement prévues ou lorsque l'environnement est modifié. Les gérants doivent clairement justifier les sources de sous-performance auprès de leurs clients. La présentation « sincère et franche » des sources de sous-performance est présentée par l'ensemble des parties comme un élément de pérennisation de la relation commerciale : risquer une dissimulation d'éléments de sous-performance par rapport aux prévisions est dangereux car elle peut être invoquée par l'investisseur pour retirer le mandat de gestion au gérant. Précisons toutefois que la transparence de l'information concerne principalement les performances déjà réalisées. Si les investisseurs institutionnels bénéficient *ex post* d'une information de meilleure qualité que par le passé, leur connaissance *ex ante* du contenu précis du portefeuille n'en demeure pas moins très partielle. Nous reviendrons d'ailleurs sur ce point dans la dernière section du rapport.

---

<sup>70</sup> La fréquence peut aussi être plus rapprochée et ne constituer qu'un des éléments conduisant à un contrôle de la gestion, puisque les conférences téléphoniques et les rencontres avec les gérants constituent pour les institutionnels d'autres moyens de suivre les orientations tactiques des gérants.

<sup>71</sup> L'étude d'Invesco recense différents critères considérés comme pertinents par les institutionnels sondés pour évaluer leurs gérants externes. Il en ressort que la qualité du *reporting* est le critère le plus important.

Face à l'importance des enjeux commerciaux, les sociétés de gestion ont dû renforcer les équipes dédiées à la rédaction des *reporting*. La clarification du contenu des *reporting* est globale et prend la forme d'une plus grande systématisation des procédures en matière de sélection des actifs, de contrôle des risques, de mesures de performance ou de contrôle de bonne exécution opérationnelle... La réponse aux exigences croissantes des investisseurs institutionnels passe aussi par le développement de la déontologie interne au sein des sociétés de gestion. Ces départements se sont renforcés ces dernières années et apportent un certain nombre de garanties aux investisseurs institutionnels en matière de sensibilisation des gérants à des principes déontologiques. L'ensemble de ces dispositifs est de nature à améliorer le transfert d'informations entre gérants et institutionnels, et à améliorer le contrôle de la relation de délégation.

*ii) La structure interne des investisseurs institutionnels : un moyen de mieux contrôler les sociétés de gestion ?*

L'intensification du contrôle de la société de gestion par l'investisseur institutionnel trouve en partie son origine dans l'incitation qui, en amont, est fournie à ce dernier par ses propres structures internes.

- *Un contrôle interne accru au sein même des investisseurs institutionnels*

S'il apparaît que la clientèle institutionnelle abandonne de plus en plus les produits de taux sans risques pour investir en délégation dans des produits allant des actifs boursiers émergents à des classes d'actifs alternatifs, elle doit en considérer les implications en termes de prise de risques, et donc de contrôle interne. La qualité de la gouvernance interne des investisseurs institutionnels est donc fondamentale. Les efforts visent en ce sens à identifier clairement quels sont les organes ou les personnes responsables de la définition de l'allocation d'actifs, de la sélection du ou des gérants (ou des fonds) et du suivi de la politique d'investissement.

Le cas du FRR illustre bien cette démarche puisque sa constitution a été pensée véritablement pour rationaliser en ce sens les prises de décision et indiquer les responsabilités. Les procédures mises en place concernent la mise en concurrence des

gérants (concurrence transnationale pour les appels d'offres<sup>72</sup>, refus d'une relation de long terme, mandat de gestion « remis en jeu »), mais aussi les modalités de contrôle interne des mandats (*diligence, reporting* hebdomadaire, mensuel et trimestriel, dotation en personnel compétent pour réaliser ce suivi). Le FRR a donc posé les bases d'une relation structurée avec les gérants en développant une gouvernance interne adéquate. Parallèlement, le FRR est lui-même soumis à un contrôle de ses propres décisions, à la fois par le conseil de surveillance et ses autorités de tutelle, mais aussi par l'application d'une législation dédiée. Ainsi, le choix de l'allocation stratégique est obligatoirement validé par le conseil de surveillance. De même, le comité de sélection des gérants établit des propositions de gérants, et le directoire détermine sur cette base l'affectation des mandats aux différents gérants. En d'autres termes, les choix internes du FRR doivent être justifiés auprès de plusieurs instances. Les directeurs chargés des différents départements se savent donc tenus de « rendre des comptes ». Si une mauvaise orientation de la politique de gestion d'un mandat du FRR devait apparaître, le directeur de gestion devrait s'en expliquer. Il faudrait alors identifier si la faute en incombe à la société de gestion ou à un mauvais suivi du gérant ou encore à une mauvaise application des procédures. A l'extrême limite, on pourrait imaginer que des mécanismes de « sanction » puissent s'appliquer au responsable de la gestion du FRR sous des formes allant d'une diminution ou d'une suppression de bonus, à un risque de perte d'emploi (les salariés du FRR n'étant pas des fonctionnaires). Le lien entre les performances des gérants et la situation des directeurs financiers peut donc ne pas être totalement absent. Le contrôle interne et les procédures sont toutefois théoriquement suffisamment efficaces pour éviter une telle situation... La qualité de la réflexion menée par le FRR en matière de gouvernance interne et de relation avec les gérants constitue en quelque sorte une référence pour l'ensemble de l'industrie de la gestion, et cela dépasse les seules frontières françaises.

---

<sup>72</sup> Le processus d'appels d'offres du FRR pour la première tranche d'investissement s'est étendu sur la période allant de juillet 2003 à juin 2004. Il s'agit alors du plus gros appel d'offres lancé en une seule fois. Il concerne plus de 20 milliards d'euros (bimagazine, 22 mai 2005). Le processus de sélection des gérants a été long et contraignant (10 entretiens menés sur une période de 6 à 7 mois). Le FRR a attribué 38 mandats, dont 12 d'une taille de 600 millions d'euros. Comme le FRR choisit de confier ses mandats par appel d'offres, la sélection des gérants se fait uniquement sur la base des informations communiquées par les candidats lors de l'appel d'offres, sans consulter des informations extérieures concernant les gérants. Il s'agit d'un appel d'offres mondial, et donc « indépendamment de la nationalité du gérant qui n'est pas un critère pertinent ». Antoine de Salins indique « qu'il est contraignant de devoir suivre un portefeuille mondial de gérants en permanence ».

La gouvernance interne du FRR s'articule actuellement autour de trois structures : un directoire, un conseil de surveillance et un comité de sélection des gérants.

Le *directoire* est lui-même divisé en trois directions (financière, administrative et juridique, et contrôle des risques (cf. schéma ci-joint). Sept départements sont chargés d'exercer des fonctions spécifiques afin d'améliorer la lisibilité des responsabilités :

- département stratégie d'investissement et pilotage du risque (allocation stratégique et pilotage du risque à long terme)

- département allocation tactique (allocation tactique et couverture de l'exposition au risque de change)

- département sélection des gérants et ISR (procédures de sélection des gérants externes et application des principes d'investissement socialement responsables du FRR)

- département gestion déléguée (suivi des mandats de gestion via l'analyse de la performance des différents lots et de la correspondance entre les prestations des gérants et le contenu des mandats)

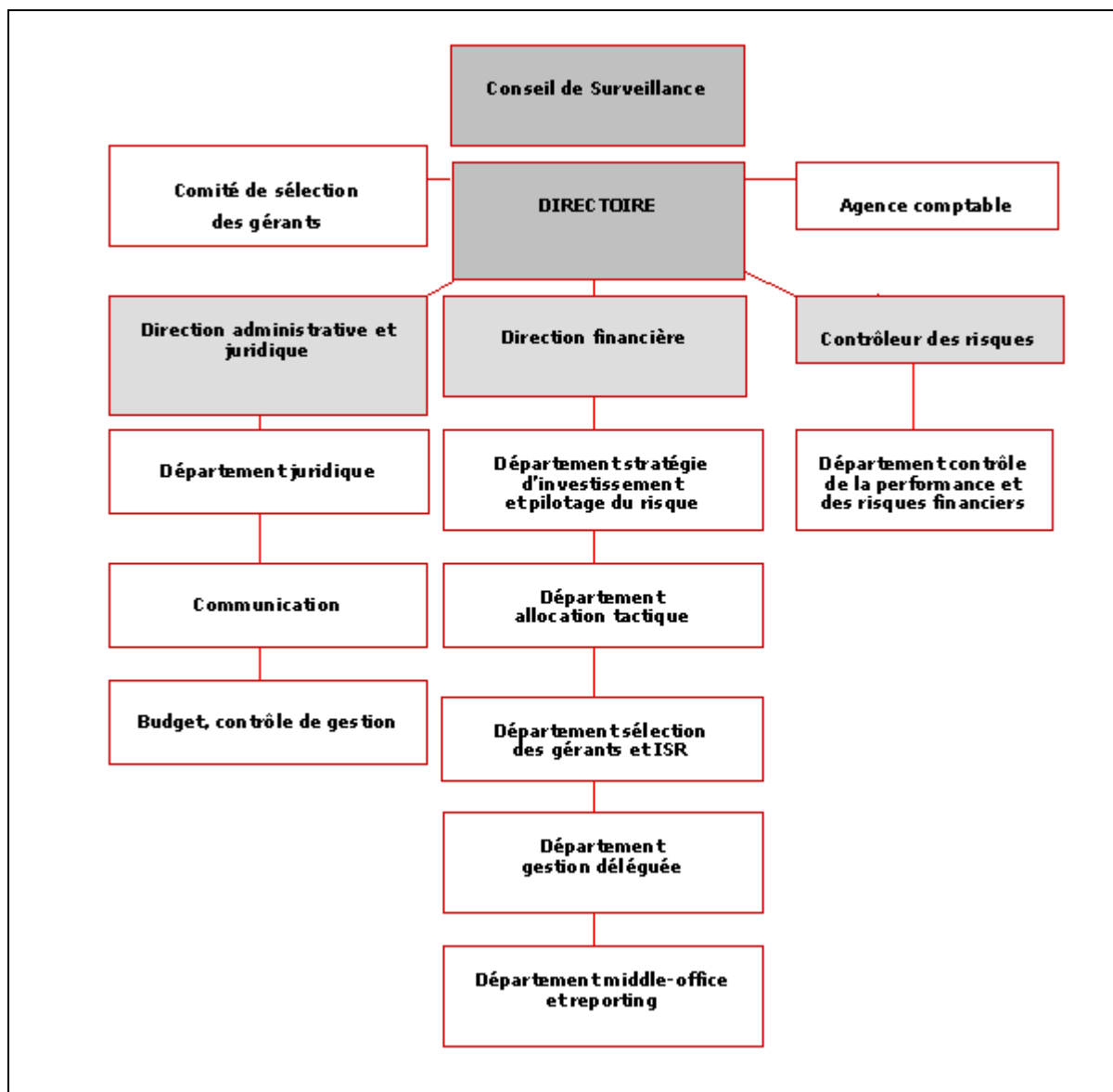
- département *middle-office* et *reporting* (secrétariat financier, relations avec le dépositaire valorisateur...)

- département juridique (pilotage juridique des mandats et des procédures de sélection)

- département contrôle de la performance et des risques financiers (identification et pilotage des risques financiers au regard des dispositions réglementaires)

Outre la structure interne du FRR, le *conseil de surveillance* apporte un regard complémentaire puisqu'il est composé de représentants des ministres de tutelle et d'autres personnalités. Plus généralement, le conseil de surveillance établit les grandes inflexions de la politique du FRR. Enfin la sélection des gérants est réalisée par le *comité de sélection des gérants* qui lui aussi est ouvert à des personnalités indépendantes.

**Encadré 1. La structure interne du FRR**  
**Source : site du FRR**



**Schéma 5**  
**Source : site du FRR**

- *Des structures internes très hétérogènes*

Généralement, les investisseurs institutionnels disposent d'un directeur financier et ont constitué des comités auprès desquels les gérants expliquent leurs atouts dans le cadre de la procédure de sélection, puis l'évolution des performances lorsque le mandat de gestion leur est confié. Le directeur financier est un interlocuteur important pour les gérants. Il est lui-même responsable devant le comité de gestion. Dans les caisses de retraite par exemple, le directeur financier fait des propositions d'allocation à un comité paritaire qui peut être composé de représentants syndicaux, patronaux, d'élus, etc. Le comité décide ou non d'accepter les choix d'allocation sur cette base. Par la suite, le

directeur financier présente au comité l'évolution de la structure du portefeuille, ainsi que sa performance.

La mise en place d'une gouvernance interne adaptée est essentielle au bon fonctionnement de la relation de délégation, et pourtant, au cours de nos entretiens, les gérants que nous avons rencontrés soulignent que la qualité de la structure interne des investisseurs institutionnels n'est en rien comparable d'une institution à l'autre. En premier lieu, les interlocuteurs ne sont pas toujours désignés de façon claire dans certaines entités. En second lieu, la composition des comités paritaires fait l'objet de critiques. Ils regroupent parfois des personnes issues de milieux très éloignés de la finance qui peinent à évaluer si les produits proposés par les gérants sont véritablement adéquats. Dans ces conditions, les membres de ces comités sont susceptibles de se montrer soit très averses au risque, soit trop enclins à tenter des stratégies sophistiquées dont ils maîtrisent mal les implications en termes de prise de risque. Plusieurs de nos interlocuteurs s'inquiètent pour cette raison du développement de certains produits (les produits alternatifs, les fonds à formule, les produits structurés...) qui sont vendus à la clientèle institutionnelle comme des produits supposés dorénavant standardisés. Ils pointent du doigt ce type de produits qui sont difficilement compatibles avec le souci de la transparence et de la maîtrise des risques vers lesquelles devraient tendre les institutionnels. Or certains gérants parviennent à convaincre leurs clients qu'ils doivent se différencier de la clientèle institutionnelle « ancienne génération » (perçue comme averses au risque et méconnaissant les subtilités des produits, et demandeuse d'obligations publiques ou de gestion de trésorerie non dynamique), et qu'à ce titre il est nécessaire d'accéder à des produits plus sophistiqués, largement répandus auprès des autres clients. C'est pourquoi ces dernières années les investisseurs institutionnels se montrent intéressés par des produits alternatifs à performance absolue, bien qu'ils reposent sur des stratégies complexes (arbitrages de positions *long-short* devises ou actions...) et opaques, et qu'ils exposent leur détenteurs à des risques spécifiques.

*b - La structure concurrentielle du secteur de la gestion d'actifs affecte la relation entre investisseurs institutionnels et gérants*

Un certain nombre de facteurs se conjuguent pour faire évoluer le secteur vers une structure plus concurrentielle. La mise en concurrence croissante des gérants par les

investisseurs institutionnels est susceptible d'inciter les sociétés de gestion à produire de la performance.

*i) Une concurrence plus intense entre sociétés de gestion*

L'étude du secteur des sociétés de gestion en France démontre l'intensité de sa recomposition au cours de ces dernières années. L'univers est devenu beaucoup plus concurrentiel avec le développement des modes de délégation mixant délégation interne et externe, mais aussi en raison de la chute de rentabilité subie par certains acteurs au début des années 2000.

- *La mise en concurrence des gérants internes et des gérants externes*

Lorsqu'une institution choisit de déléguer une partie de la gestion de ses fonds à une société extérieure tout en conservant un pôle de gestion interne, il en résulte une mise en concurrence entre les gérants internes et les gérants externes. L'institution compare les performances obtenues par les gérants extérieurs afin d'insuffler une forme d'émulation au sein de sa filiale de gestion. L'un de nos interlocuteurs indique en effet que les gérants « maison » sont toujours attentifs aux performances réalisées par les gérants externes : si leurs propres performances sont moins bonnes, les gérants « maisons » risquent une transmission de la gestion des fonds à des gérants extérieurs. La distribution des fonds entre délégation interne et externe constitue donc en soi un mécanisme d'incitation.

- *Le secteur de la gestion a été profondément transformé en France depuis les années 2000*

Par ailleurs, l'intensification de la concurrence entre les sociétés de gestion dans leur ensemble est un trait saillant de l'évolution du marché de la gestion en Europe. En France, il ressort de l'ensemble de nos entretiens que la concurrence sur le secteur est ressentie comme de plus en plus intense, avec des sociétés de gestion plus nombreuses, devant proposer des produits plus sophistiqués pour conquérir une clientèle plus exigeante et pour partie en voie de concentration. Le caractère durable de la relation entre clientèle



institutionnelle et gérant est de moins en moins de mise<sup>73</sup>. La clientèle institutionnelle procède dorénavant à une mise en concurrence des gérants, de sorte que des gérants dont la performance est tout à fait honorable peuvent parfaitement être en situation de perdre le mandat lorsque celui-ci arrive à son terme. En ce sens on peut considérer que l'intensification de la concurrence constitue en soi une incitation des gérants à produire une performance supérieure à celle de leurs concurrents.

Les sociétés de gestion présentes sur le marché français sont très nombreuses (au 6 novembre 2006, on recense 492 sociétés agréées par l'AMF<sup>74</sup>). Toutefois, le marché des sociétés de gestion est partagé entre des acteurs de taille très disparate si le paramètre retenu est celui de la taille des actifs gérés. La concentration du secteur est extrêmement importante<sup>75</sup>. Les sociétés de gestion traditionnelles rencontrées lors de nos entretiens se définissent toutes comme des grandes, des moyennes ou des « boutiques », et les concurrents que chaque société de gestion se désigne, en particulier pour les fonds ouverts, ont d'ailleurs généralement une taille identique. Si l'on doit donner une idée de la taille respective des acteurs que nous avons rencontrés, on peut indiquer que les boutiques gèrent des fonds pour des montants compris en moyenne entre 3 et 13 milliards d'euros<sup>76</sup>. Les structures de taille intermédiaire gèrent des encours compris entre 50 et 80 milliards d'euros, tandis que les grandes sociétés de gestion gèrent des fonds allant de 250 à 400 milliards d'euros. Les grandes sociétés de gestion sont généralement des filiales de grands groupes bancaires ou de sociétés d'assurance<sup>77</sup>, tandis que les gérants indépendants sont généralement de taille plus modeste.

Les interlocuteurs issus des grandes sociétés de gestion soulignent tous au cours de nos entretiens combien la baisse des marchés boursiers en 2000 a constitué une rupture dans la relation avec la clientèle institutionnelle. La chute des marchés a suscité une forte déception à l'égard de la gestion offerte par ces grandes structures. Leur gestion apparaît

---

<sup>73</sup> L'intensification de la concurrence est perçue de manière tout à fait comparable dans les autres pays. En Suisse, l'arrivée de concurrents est particulièrement forte sur la clientèle institutionnelle, ce qui n'exclut paradoxalement pas le maintien de relations durables entre les gérants et certains institutionnels.

<sup>74</sup> Le nombre de sociétés de gestion implantées en France varie notamment sous l'effet des différentes restructurations des groupes financiers auxquels une majorité d'entre elles appartient, mais aussi sous l'effet de créations, comme c'est le cas par exemple pour les sociétés de gestion créées pour gérer du capital-investissement.

<sup>75</sup> En 2004, les 20 sociétés de gestion ayant atteint la plus grande taille géraient 78% des encours, tandis que les 80 plus petites sociétés en gèrent 0, 1% (*Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, 18).

<sup>76</sup> Nous avons également rencontré des micro-gérants qui gèrent des fonds d'une taille plus modeste encore (environ 200 millions d'euros d'actifs sous gestion), mais ils sont spécialisés dans la gestion d'une clientèle de particuliers.

<sup>77</sup> En France, les sociétés de gestion de grande taille sont présentes de longue date sur le marché. Elles sont issues des départements *asset management* filialisés plus récemment par les grands établissements de crédit et les compagnies d'assurance.

alors aux investisseurs trop passive, standardisée, mais aussi sous-performante. Profitant de ce mouvement, des boutiques sont créées entre 2000 et 2003 par des gérants désirant expérimenter des gestions actives et moins formatées que celles mises en place dans les grandes structures desquelles ils étaient d'ailleurs souvent issus. La recherche d'une plus grande liberté de gestion associée à une éventuelle prise de risque a conduit logiquement un certain nombre de boutiques à se spécialiser dans des classes d'actifs telles que les actions. On retrouve actuellement ces mêmes boutiques en haut des palmarès de performance en matière de gestion active pour les produits actions. Les boutiques ont ainsi pu attirer à elles une nouvelle clientèle en mettant en avant des compétences et des équipes resserrées et spécialisées.

Par conséquent, les établissements de grande taille ont dû entreprendre une réflexion profonde concernant à la fois leurs structures et leurs offres de produits (structuration par classe d'actifs, maîtrise des coûts....)<sup>78</sup>. Pour simplifier, les grandes sociétés de gestion ou de taille intermédiaire doivent être en mesure d'offrir un spectre large de gestion d'actifs aux investisseurs<sup>79</sup>, tandis que les petites sociétés de gestion, plus spécialisées, peuvent se contenter de proposer des niches d'expertise sur certains types de gestion ou de segments d'actifs. La taille des sociétés de gestion devient donc un indicateur de la variété de l'offre et de la spécialisation de la gestion proposée aux investisseurs institutionnels<sup>80</sup>. La gestion offerte par les grandes sociétés de gestion traditionnelle répond à la partie de gestion d'actifs « *core* » des institutionnels. A l'opposé, la spécialisation par classe d'actifs des plus petites sociétés de gestion s'intègre dans la partie « *satellite* » où est placé l'essentiel du budget de risque qu'acceptent de prendre les institutionnels.

Bon nombre de sociétés de gestion alternative présentes de longue date sur le segment, ont une structure assez proche de celle des boutiques. L'actif sous gestion est limité (2 milliards d'euros) et le fondateur en est l'actionnaire principal. De la même façon,

---

<sup>78</sup> Les établissements de grande taille s'efforcent dorénavant de faire ressortir des pôles d'expertise sur certains actifs tout en proposant des gestions allant des actions japonaises aux investissements en alternatif ou en monétaire dynamique. Pour rendre les équipes plus « visibles » pour les institutionnels, certaines sociétés de gestion ont d'ailleurs organisé leur structure interne en conséquence, avec des pôles de gestion intégrés géographiquement et fonctionnellement. Par exemple, les équipes de gestion chargées des actions japonaises sont implantées à Tokyo, et celles qui sont chargées des actions américaines sont basées aux Etats-Unis. L'activité alternative peut également s'opérer dans des structures dédiées spécifiquement à la gestion de cette classe d'actifs.

<sup>79</sup> Cela n'empêche bien évidemment en rien une grande spécialisation des gérants par classes d'actifs au sein de ces sociétés de gestion.

<sup>80</sup> Au-delà du critère de la taille, un de nos interlocuteurs estime que le véhicule oriente aussi la nature de la concurrence entre sociétés de gestion. Selon lui, les sociétés de gestion de petite ou de taille moyenne sont essentiellement en concurrence sur les fonds ouverts. Les sociétés de taille intermédiaire et les grandes maisons se disputent les mandats.

ces petites entités sont très spécialisées par classes d'actifs. Certaines sociétés offrent par exemple des fonds d'OPCVM alternatifs, mais ne proposent pas d'immobilier ou de *private equity*. Ces petites structures ont assisté depuis cinq ans environ à l'arrivée de nouveaux acteurs, de plus grande taille, issus de groupes bancaires, à mesure que ces produits trouvaient une demande chez leurs propres clients.

*ii) Une concurrence qui se poursuit sous l'influence de facteurs domestiques et internationaux*

- *Canaux de distribution et concurrence : l'influence de la multigestion et de l'architecture ouverte*

L'intensification de la concurrence s'accélère avec la tendance des investisseurs institutionnels à opter de plus en plus pour la multigestion. Celle-ci consiste à investir dans plusieurs fonds (les plus performants) et à sélectionner les meilleurs gérants pour gérer ces fonds. Les entretiens réalisés dans le cadre de notre enquête révèlent qu'un nombre croissant d'investisseurs institutionnels privilégie les mandats de multigestion depuis 2002 en se fondant sur l'idée que le partage entre plusieurs mandats permettra d'accéder à plusieurs styles et à mettre en concurrence les gérants de fonds. La multigestion peut prendre la forme d'un mandat de gestion partagé entre plusieurs lots (et donc plusieurs gérants) suite notamment à une procédure d'appels d'offres. Dans le cas des fonds ouverts, les investisseurs institutionnels choisissent d'investir conjointement dans des produits gérés par plusieurs sociétés de gestion, qu'elles soient de grande ou de petite taille, généralistes ou spécialisées.

La gestion multidéléguée se développe avec la distribution croissante des produits de leurs concurrents par les interlocuteurs traditionnels de la clientèle institutionnelle. Auparavant, ces établissements exerçaient leur activité de gestion d'actifs via leurs seuls réseaux de distribution. Leur clientèle (investisseurs ou particuliers) était relativement captive et souscrivait les produits proposés par ces mêmes établissements<sup>81</sup>. La clientèle des banques est devenue plus exigeante et plus désireuse de comparer les offres de leurs établissements avec les produits proposés par les concurrents. Le risque est alors pour les

---

<sup>81</sup> La distribution des produits « maison » est la tendance que cherchent à privilégier les réseaux intégrés puisque c'est le moyen pour l'établissement financier de maximiser les marges de l'ensemble du groupe, filiale de gestion comprise.

banquiers traditionnels de perdre la gestion des encours issus de leur propre clientèle en distribuant les seuls produits « maisons » au sein des filiales du groupe. Pour faire face à ce risque, certains établissements bancaires ont totalement modifié leur offre en mettant en place l'architecture ouverte : il s'agit non seulement d'offrir leurs propres produits mais aussi de proposer à leur clientèle des fonds élaborés et gérés par des concurrents. La commercialisation de produits élaborés par les concurrents dans les réseaux des banques se comprend donc comme une réponse pragmatique des banques françaises traditionnellement dominantes pour distribuer des fonds face au risque de voir émerger d'autres acteurs<sup>82</sup>.

Recourir à l'architecture ouverte répond à un second constat : la société de gestion est rarement la plus performante sur toutes les classes d'actifs, surtout dans une période de sophistication croissante des produits. Il peut donc se révéler pertinent de réaliser des partenariats avec d'autres entités plus en pointe sur ces mêmes produits afin de les commercialiser auprès de la clientèle. Dans le cas de certaines sociétés de gestion, le principe de l'architecture ouverte est poussé à l'extrême : la société de gestion commercialise ses propres produits et ceux d'autres sociétés de gestion, et dans le même temps, ses propres produits sont également vendus chez d'autres distributeurs avec lesquels elle a établi des accords de partenariats.

Le développement de l'architecture ouverte présente un troisième intérêt. Il relève davantage de questions internes à la société de gestion et a déjà été évoqué ci-dessus. Commercialiser les fonds de gérants externes crée une sorte d'émulation pour les gérants internes qui sont donc motivés pour optimiser les performances de leurs fonds.

L'extension de l'architecture ouverte modifie les modalités de commercialisation des fonds de l'industrie. Celle-ci se trouve de moins en moins dans une logique d'intégration verticale avec un producteur qui distribue ses propres produits<sup>83</sup>. La tendance est au contraire à la commercialisation de fonds émanant de plusieurs sociétés de gestion par des distributeurs, ce qui a pour effet de séparer davantage les fonctions de producteurs et de distributeurs des fonds<sup>84</sup>. En un sens, le fonctionnement en architecture ouverte permet à

---

<sup>82</sup> Aux Etats-Unis par exemple, les grands gérants de fonds maîtrisent la distribution de leurs propres produits.

<sup>83</sup> Cf. le schéma 1 du paragraphe I. B. 1.

<sup>84</sup> La Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers (décembre 2005, n°20) rapporte les résultats d'une étude réalisée en mars 2005 auprès de 443 sociétés de gestion françaises (88% d'entre elles ayant répondu à un questionnaire adressé en février 2005). Une partie des sociétés de gestion (36%) commercialise ses propres produits sans faire appel à des distributeurs extérieurs. Parmi elles, on retrouve assez logiquement les sociétés de gestion qui ne pratiquent que la gestion sous mandat car ce type de gestion revient à fortement individualiser la

des interlocuteurs non traditionnels des investisseurs d'accéder à de nouveaux réseaux de distribution : pour les sociétés de gestion indépendantes, l'accès à ces réseaux est une stratégie qui offre des relais de croissance. Mais pour une société de gestion, la difficulté consiste dans le même temps à convaincre le distributeur de bien vouloir commercialiser ses produits. C'est pourquoi Roy (2005)<sup>85</sup> estime que le terme d'architecture « référencée » correspondrait davantage à l'ouverture des réseaux de distribution des banques en France que celui d'architecture « ouverte » entendue dans un sens très large car le nombre de sociétés de gestion accédant véritablement au statut de fournisseur dans les réseaux bancaires demeure encore réduit<sup>86</sup>. Au final, on comprend que la clientèle institutionnelle des sociétés de gestion est moins constituée d'investisseurs institutionnels au sens d'« *end investors* », que de réseaux de distribution<sup>87</sup> : la relation commerciale avec les distributeurs devient fondamentale et la concurrence entre les sociétés de gestion pour accéder à ces réseaux s'intensifie.

- *La contribution des appels d'offres transnationaux*

Les appels d'offres du FRR ont contribué à l'intensification de la concurrence au plan domestique. Outre leur caractère fortement structurant, déjà évoqué plus haut ? en matière de gouvernance interne, les procédures d'appels d'offres du FRR ont conduit à mettre en concurrence de nombreux prestataires, y compris des gérants étrangers. L'objectif du FRR vise à obtenir la meilleure expertise par lots d'encours quelle que soit la nationalité des gérants. De fait, la taille des encours du FRR a été suffisamment importante pour susciter un très grand nombre de candidatures de sociétés de gestion de plusieurs

---

relation entre sociétés de gestion et investisseurs institutionnels. L'essentiel des sociétés de gestion (64%) s'adresse en revanche à des distributeurs pour commercialiser ses fonds, ces réseaux ayant le plus souvent le statut d'organismes financiers (les organismes n'ayant pas ce statut sont par exemple des conseillers financiers en investissement).

<sup>85</sup> Cf. « Les enjeux de la multigestion », *Revue d'Economie Financière*, 79.

<sup>86</sup> De fait, les grands réseaux maîtrisent assez largement la distribution des produits, ce qui leur assure une domination comme vecteurs de commercialisation des produits car la clientèle reste encore captive. D'une part, la souscription des produits des grandes institutions rassure les institutionnels « *end investors* ». D'autre part, la commercialisation des produits « maison » est facilitée par l'orientation des placements destinés à la clientèle finale par les conseillers financiers.

<sup>87</sup> Ainsi Catherine Patou (*Head of Compliance* à CDC Ixis Capital Markets) estime lors des entretiens de l'AMF (18/11/2004) : « En qualité de « producteurs », nous sommes au sommet de cette chaîne et nous avons rarement un contact direct avec le client- qui est, dans ce cas, un client institutionnel. Le plus souvent, notre client est un réseau de distribution et nous sommes tenus, sur le plan déontologique, de nous assurer de l'adaptation de nos produits aux besoins de ce client. Nous ne sommes pas liés par un contrat de distribution et c'est le réseau qui est responsable vis-à-vis de son client. Cela dit, nous sommes évidemment concernés de façon indirecte car un produit trop margé, par exemple, ou la défaillance quelconque d'un réseau peut avoir un impact négatif sur notre réputation ».

nationalités. Les sociétés étrangères ayant obtenu des mandats de gestion du FRR se sont par la suite logiquement intéressées au marché français dans son ensemble pourtant jusqu'alors considéré comme difficilement pénétrable par des acteurs étrangers. Des acteurs anglo-saxons sont présents sur le marché alors qu'ils en étaient totalement absents il y a encore cinq ans.

Nous avons rencontré plusieurs gérants de sociétés de gestion étrangères qui commercialisent des fonds en France (en gestion traditionnelle et alternative). L'architecture de ces structures diffère de celle des sociétés de gestion françaises qui sont - en dehors des quelques « boutiques » indépendantes - souvent adossées à des grands groupes bancaires ou d'assurance étrangers. Elles adoptent des structures extrêmement éclatées pour accéder aux marchés étrangers et sont extrêmement agressives au plan commercial. A l'extrême, il n'existe en France qu'un bureau regroupant une équipe de commerciaux chargés de prendre des contacts auprès des institutionnels. Les décisions stratégiques concernant les processus d'investissement sont prises dans le pays d'origine pour les structures les plus centralisées, ou bien déterminées dans des structures éclatées dans plusieurs centres de gestion couvrant les zones géographiques (Europe, Etats-Unis, Asie du Sud-Est par exemple). La distribution des fonds (les mandats étant généralement moins nombreux) s'effectue à l'échelle mondiale, et l'essentiel du développement de la collecte des fonds tient précisément au dynamisme de leur réseau de distribution<sup>88</sup>. Cet effort de rationalisation repose à la fois sur la mise en place de pôles d'expertise centralisés et spécialisés dans le domaine de la gestion et sur la décentralisation de la distribution des produits auprès des institutionnels<sup>89</sup>.

- *L'application des normes UCITS*

L'environnement concurrentiel de l'industrie de la gestion d'actifs a également été affecté par le projet de création d'un marché unique des fonds d'investissement en Europe

---

<sup>88</sup> Certains gérants de sociétés de gestion étrangères implantées à Paris ont souligné par ailleurs la possibilité de pénétrer le marché par sous-délégation. Lorsqu'elles n'ont pas l'agrément pour gérer des fonds de droit français, elles font appel à une société de gestion locale qui élabore pour elles un fonds compatible avec la législation française.

<sup>89</sup> Et même lorsque la gestion reste centralisée, la relation au plan commercial est très décentralisée pour être au plus près des demandes des institutionnels, mais aussi pour prendre la mesure des spécificités réglementaires ou statutaires de cette clientèle. Les gérants des fonds délèguent dans ce cas pour partie le contact avec les institutionnels aux commerciaux. Ainsi des équipes de « *sells* » sont implantées dans plusieurs pays grâce à l'ouverture de bureaux destinés à prospecter la clientèle locale sans avoir nécessairement le statut de société de gestion ou de banque au plan local. Ces « bureaux » chargés de la relation commerciale avec les institutionnels locaux ont par exemple le statut de succursale de banque. Les succursales commerciales des sociétés de gestion ont bien évidemment des contacts réguliers et bilatéraux avec les gérants.

défendu par la Commission européenne. L'objectif est de créer des fonds commercialisables dans toute l'Union européenne. Cela s'est traduit par la mise en place de nouvelles contraintes réglementaires, la norme UCITS III (*Undertaking for Collective Investment Schemes in Transferable Securities*). Il s'agit d'une norme de souscription de fonds qui permet de proposer des fonds dans toute l'Europe dès lors que la société de gestion obtient un agrément de commercialisation<sup>90</sup>. L'objectif de ces normes est de rendre plus aisée la commercialisation et la circulation des fonds dans toute l'Europe, là où la distribution demeure parfois encore très fragmentée à l'échelle transfrontière. Dès que cette directive s'applique, il devient possible à des sociétés de gestion étrangères de commercialiser des fonds en France et *vice versa*<sup>91</sup>.

En confiant la gestion de ses encours à un gérant, l'investisseur institutionnel espère que celui-ci déploiera suffisamment d'efforts pour en optimiser le rendement. L'alignement des intérêts des gérants avec ceux des investisseurs institutionnels est présenté en théorie comme un moyen efficace permettant d'obtenir de telles incitations. Notre objectif consistait ici à évoquer d'autres formes d'incitations qui s'imposent aux gérants, et qui dépassent leurs seules relations avec l'investisseur institutionnel. Nous pouvons établir un lien entre la structuration récente de l'industrie de la gestion d'actifs et notre problématique :

- Les investisseurs institutionnels dotés de compétences renforcées ont fait des progrès en matière de gouvernance interne. Leur plus grande professionnalisation les conduit à abandonner les pratiques consistant à déléguer la gestion de leurs encours à leur interlocuteur traditionnel sans se préoccuper véritablement de la qualité des choix opérés par les gérants.

- L'environnement plus concurrentiel de la gestion constitue une contrainte devant inciter les gérants à obtenir les meilleures performances.

- La concurrence plus intense entre les gérants contribue par ailleurs à améliorer la transparence des pratiques sur le marché, et donc améliore le contrôle des gérants.

---

<sup>90</sup> En Suisse, la commercialisation de fonds UCITS implique de recevoir l'agrément auprès de la Commission fédérale de banque. Les bureaux distributeurs de fonds ont alors impérativement un représentant légal, une banque de rattachement ou une société de gestion et un prospectus.

<sup>91</sup> L'application de la directive n'est pas encore totale et un certain nombre de domaines nécessitent encore des efforts d'harmonisation. C'est le cas par exemple en matière de fusion de fonds.

Toutefois, nous avons souligné à plusieurs reprises que la structuration de l'industrie et la professionnalisation des acteurs sont encore insuffisantes pour estimer que les intérêts de la clientèle institutionnelle sont parfaitement alignés avec ceux des gérants.

### ***II. B. 2. La prise en compte d'autres acteurs dans la relation de délégation : l'interposition croissante des consultants entre investisseurs institutionnels et gérants***

La relation de délégation entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion ne peut aujourd'hui s'étudier sans une prise en compte des effets incitatifs qui naissent de l'interposition d'intervenants périphériques à cette relation tels que les consultants. Ces acteurs autorisent a priori une meilleure adéquation entre les besoins de placement des investisseurs institutionnels et les produits offerts par les gérants. Ils se voient en outre attribuer explicitement des fonctions de suivi et de contrôle des gérants. Nous examinerons si les pratiques des consultants suffisent véritablement à structurer au mieux la relation de la clientèle institutionnelle avec ses gérants.

#### *a - Les fonctions dédiées aux consultants et les implications sur les incitations des gérants*

##### *i) Le recours des investisseurs institutionnels aux consultants*

Il y a quelques années encore, les relations entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion se nouaient à la fois de façon durable et informelle. Les investisseurs institutionnels désireux de placer leurs encours se tournaient vers leur gérant habituel, la plupart du temps leur banquier, sans juger nécessaire de procéder à une mise en concurrence avec d'autres gestionnaires. De plus, les contraintes qui s'appliquaient aux institutionnels étaient elles-mêmes suffisamment fortes pour que les gérants -presque interchangeables- leur proposent des classes d'actifs assez réduites. Cet environnement attestait du manque de maturité du secteur. Ces relations de long terme informelles sont en train de disparaître au profit de relations plus formalisées. Dorénavant, les sociétés de gestion sont sans cesse confrontées au risque d'être mises en concurrence avec d'autres



gérants. La fidélisation « historique » des investisseurs institutionnels n'est plus de mise<sup>92</sup>, bien au contraire, les investisseurs institutionnels privilégient un élargissement du nombre de leurs gérants et s'ouvrent à des « boutiques » ou à des produits alternatifs pour intégrer de nouvelles gestions suivant la logique « *core-satellite* ». Comme l'indique l'un de nos interlocuteurs, on est passé du « *relationship model* » au « *performance model* »<sup>93</sup>. Mais face à la multiplication et à la sophistication croissante des offres et dans un contexte d'intensification de la concurrence, la recherche du meilleur gérant par type d'actifs ou du fonds le plus performant se révèle complexe. Cela explique le souhait des investisseurs institutionnels européens de recourir de façon croissante à des consultants pour se faire assister dans le processus de sélection des gérants ou des fonds. Les consultants ont pour fonction d'examiner les solutions d'investissement les plus adaptées en cherchant à déterminer la composition de l'allocation stratégique la plus pertinente. La sélection et le contrôle des gérants constituent également des fonctions importantes des consultants. Leur intervention contribue à rationaliser la relation entre sociétés de gestion et investisseurs institutionnels et constitue en ce sens un vecteur d'incitation des gérants à agir au mieux des intérêts de leurs mandants.

Les investisseurs institutionnels recourent en tendance plus fréquemment aux services de consultants. Dans une étude de 2005, L'EIAMS (*European Institutional Asset Management Survey*) estime que 37% des institutionnels européens recourent à ces prestataires en 2005, contre 31% en 2002. La grande majorité des investisseurs institutionnels reste donc en relation directe avec les gérants. Les consultants jouent néanmoins désormais un rôle non négligeable dans l'industrie de la gestion d'actifs, bien que leur présence ne soit pas nécessairement homogène d'un pays à l'autre. La présence de consultants dans l'industrie semble assez liée au degré de maturité et de concurrence atteint sur le marché local de la gestion. Il dépend également du degré de sophistication des investisseurs institutionnels. Ainsi on peut opposer l'Angleterre ou la Suisse<sup>94</sup>, où les consultants sont très présents dans la relation entre institutionnels et gérants, à l'Allemagne, où les consultants n'interviennent pas du tout de façon systématique (dans 23% des cas). En France, le métier de consultant est un métier récent. Leur rôle est

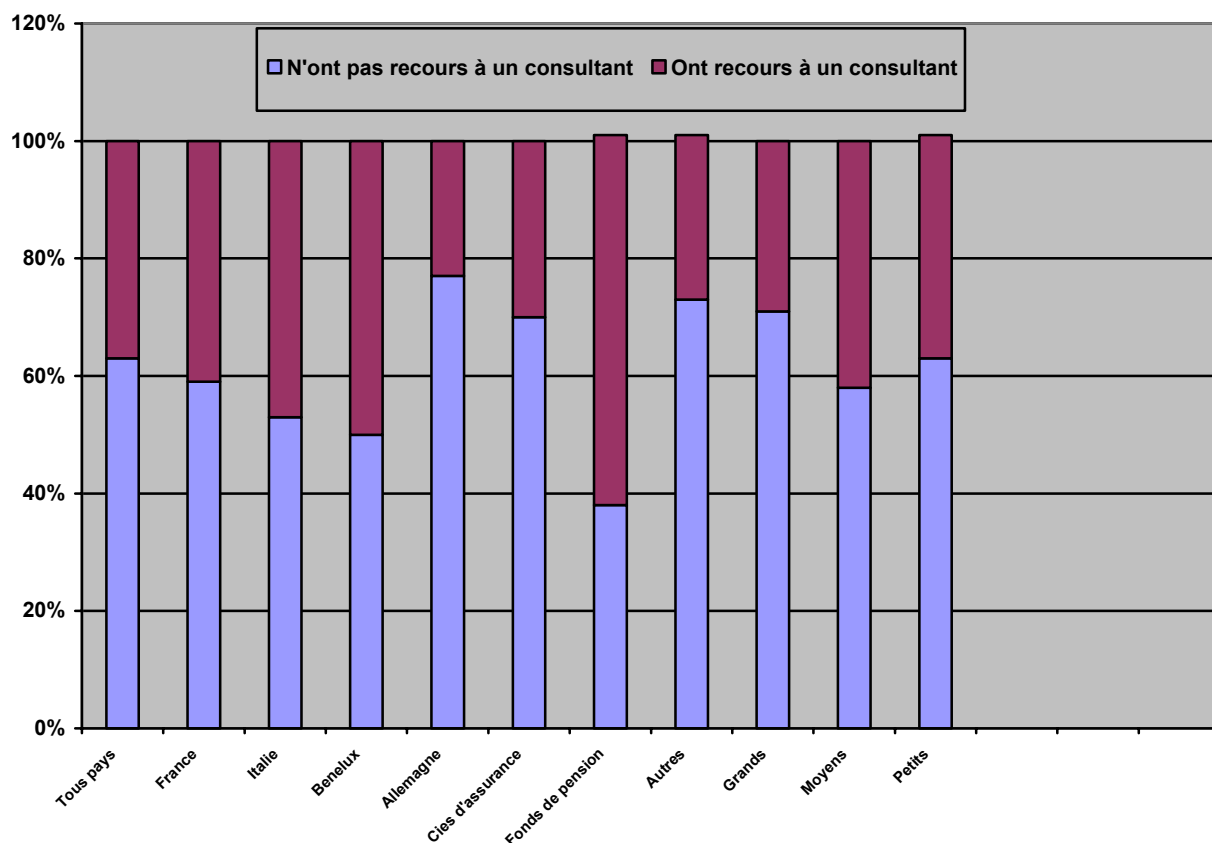
---

<sup>92</sup> L'étude d'Invesco indique que la fidélisation avec les gérants externes est plus marquée pour les investisseurs institutionnels de petite taille et l'est nettement moins pour les plus grands investisseurs. Le type d'investisseurs est également un critère pertinent : les fonds de pension établissent des relations moins durables que les compagnies d'assurance par exemple.

<sup>93</sup> L'un de nos interlocuteurs suisses estime toutefois que les relations de proximité et d'habitude n'ont pas encore disparu pour des caisses de retraite de petite taille par exemple.

<sup>94</sup> Un de nos interlocuteurs estime qu'en Suisse, près de 60 à 70% des appels d'offres transitent par des consultants.

toutefois devenu important en quelques années : 41% des institutionnels y ont recours, soit moins qu'en Italie (47%) et au Bénélux (50%), mais on tend vers un recours de plus en plus fréquent à ces acteurs<sup>95</sup>.



**Graphique 1**  
Source : Invesco

Les investisseurs institutionnels de toute taille font appel à des consultants pour structurer au mieux leurs portefeuilles : les grands investisseurs peuvent avoir besoin des services de consultants pour compléter des ressources internes et les investisseurs de plus petite taille peuvent y recourir davantage encore car ils ne disposent pas de compétences financières suffisantes en interne pour gérer leurs fonds de manière autonome<sup>96</sup>. Les

<sup>95</sup> Les consultants présents sur le marché français (six acteurs émergent) sont d'une taille hétérogène comme dans d'autres pays d'Europe continentale. Les acteurs de plus grande taille sont liés à des cabinets d'expertise anglo-saxons car les consultants y sont implantés de longue date. A l'autre extrême, on trouve aussi des micro-structures - souvent locales - d'une à deux personnes proposant du temps d'expertise, ou des acteurs de taille intermédiaire.

<sup>96</sup> Comme le retrace le graphique 1, l'étude EIAMS établit que les investisseurs institutionnels européens de taille moyenne recourent davantage aux consultants (42%) que les grands (29%) et les petits (38%). L'échantillon de l'étude fait également apparaître un recours très net des fonds de pension aux consultants (63%) relativement aux compagnies d'assurance (30%) et aux autres investisseurs institutionnels (28%). La sur-représentation des fonds de pension est cohérente avec le mode de délégation externe qu'ils privilégient

consultants offrent des services destinés à la formation de l'allocation d'actifs optimale des encours des institutionnels au regard notamment des contraintes réglementaires auxquelles ils sont soumis et de leurs impératifs de gestion bilantielle. Ils proposent également des prestations visant à assister l'investisseur institutionnel dans la sélection des gérants ou des fonds. Dans ce cas, la rédaction des appels d'offres est le moyen de structurer la décision d'attribution des fonds dont se charge le consultant pour le compte de l'institutionnel (en 2005, 75% des appels d'offres ont transité par un consultant<sup>97</sup>). Les appels d'offres sont destinés à définir de la manière la plus précise possible les besoins des investisseurs institutionnels afin de sélectionner les meilleurs gérants et les fonds qui proposeront les gestions les plus en adéquation avec leurs besoins<sup>98</sup>. Par ailleurs, les consultants peuvent inscrire leur rôle d'intermédiaire entre gérants et institutionnels dans la durée du mandat de gestion. Ils se voient dans ce cas confier des fonctions de suivi et de contrôle des gérants en matière d'allocation, de contrôle des procédures, d'orientations tactiques, de maîtrise des risques financiers et opérationnels ou de suivi des performances. L'essentiel dans ce cas est de vérifier si le contenu du cahier des charges du mandat (en termes d'objectif de (sur)performance, de qualité de *reporting*...) est bien respecté par les sociétés de gestion. Dans les faits, les motifs de contestation recevables à l'encontre des gérants tiennent d'ailleurs moins à la déception face à une performance insuffisante qu'à une non-conformité avec les orientations de gestion fixées initialement dans le cahier des charges<sup>99</sup>.

## *ii) Les consultants contribuent au développement des appels d'offres*

Le recours des institutionnels aux consultants a été un facteur évident de normalisation et de professionnalisation de l'industrie. En multipliant les procédures d'appels d'offres, les consultants ont contribué à leur tour à une structuration des métiers de la gestion, mais aussi à rapprocher les offreurs de produits de leur clientèle. La réponse aux appels d'offres a été l'occasion pour les sociétés de gestion de chercher à présenter de manière claire et structurée les produits, les procédures ou les atouts des équipes de gestion et de leurs fonds. La nécessité de décrire précisément leurs processus de gestion au

---

majoritairement : plus les investisseurs optent pour la délégation externe, plus ils expriment logiquement des besoins auprès des consultants.

<sup>97</sup> Chiffres bfinance.

<sup>98</sup> Selon bfinance, 6,8 milliards des encours ont été attribués à la suite d'un appel d'offres en 2003 et 14,6 milliards en 2005.

<sup>99</sup> Si l'intervention des cabinets de consultants concerne chacune de ces fonctions (analyse des besoins, sélection des gérants et suivi de la politique d'investissement), on observe en fait une spécialisation par type d'intervention.

moment des candidatures et de motiver leurs choix lors du *reporting* auprès de la clientèle les ont poussées à mieux formaliser leur philosophie d'investissement et leurs processus de décision. De fait les consultants qui réalisent le travail de sélection des gérants pour le compte de leurs clients cherchent à obtenir une grille de lecture permettant d'augmenter la comparabilité des offres pour ensuite réaliser la sélection la plus pertinente des gérants ou des fonds<sup>100</sup>. En conséquence, les produits offerts par les sociétés de gestion sont de plus en plus identifiables, tout comme les points forts des sociétés de gestion, l'objectif étant de se singulariser vis-à-vis de la concurrence. En ce sens, les consultants contribuent à une identification plus précise des gérants.

Sous l'influence des consultants, le recours aux procédures d'appels d'offres s'est répandu, et ce aussi bien en France qu'en Suisse, Italie, Allemagne ou en Belgique, mais avec des degrés de professionnalisme variés suivant les pays. En France, de grandes institutions, telles que la CANCAVA et le FRR ont à ce titre joué un rôle de catalyseur en matière de professionnalisation et de plus grande transparence dans l'industrie. Ce sont les premières institutions en France à avoir eu recours aux appels d'offres<sup>101</sup> pour l'attribution de leurs mandats alors que ces pratiques étaient déjà répandues dans les pays anglo-saxons<sup>102</sup>.

A la suite de ces initiatives, les appels d'offres se sont multipliés<sup>103</sup> y compris pour des volumes d'encours sous gestion beaucoup moins élevés. Si le principe de la procédure d'appels d'offres a eu tendance à se diffuser, son caractère est plus ou moins formel suivant qu'elle répond aux exigences d'autorités de tutelle ou qu'elle est décidée par l'investisseur lui-même, mais aussi selon qu'elle concerne des montants plus ou moins élevés. Les investisseurs institutionnels privilégient en effet parfois des procédures d'appels d'offres allégées : l'appel d'offres porte alors sur un nombre réduit de sociétés de

---

<sup>100</sup> La mise en relation entre les besoins des institutionnels et les fonds proposés par les gérants est réalisée par certains consultants grâce à une plate-forme électronique qui en facilite l'appariement.

<sup>101</sup> La CANCAVA et le FRR lancent respectivement leur premier appel d'offres en 2000 et en 2004.

<sup>102</sup> Les autorités de tutelle du FRR ont exigé que ses fonds de montants très élevés soient confiés par tranche suite à des procédures d'appels d'offres afin de réaliser une sélection très rigoureuse des gérants. Le dernier mandat de gestion spécialisé conduit par le FRR portait sur le placement d'une tranche de 600 millions d'euros pour une durée de cinq ans en investissement socialement responsable. Il a été attribué à cinq gérants ayant répondu à l'appel d'offres, sachant que quarante gérants s'étaient portés candidats à l'appel d'offres. Les différents intervenants du secteur de la gestion qu'ils soient gérants, consultants ou investisseurs institutionnels ont tous souligné lors de nos entretiens le rôle structurant des procédures d'appels d'offres conduites par le FRR.

<sup>103</sup> Cette tendance existe également chez nos voisins allemands, suisses ou belges.

gestion sélectionnées au préalable dans une *short list* par le consultant ou l'investisseur lui-même<sup>104</sup>.

Les sociétés de gestion choisissent de répondre lorsqu'elles estiment avoir des chances de figurer dans la liste des gérants sélectionnés parce qu'elles ont un avantage comparatif. Il faut bien admettre en effet qu'au fil du temps les appels d'offres contiennent des demandes d'information de plus en plus précises ce qui demande de consacrer beaucoup de temps à rédiger les réponses. Le fait d'être retenu lors d'un appel d'offres initié par une institution réputée pour son caractère sévère et sélectif constitue un argument commercial auprès de la clientèle dans son ensemble. Les institutionnels qui mettent en place de vastes procédures d'appels d'offres sont d'ailleurs généralement de grande taille et disposent d'une notoriété et d'une compétence reconnues sur le marché.

Pour donner une idée de l'importance du développement des procédures d'appels d'offres, on peut citer l'exemple d'un gérant traditionnel qui estime que 50% de ses flux d'affaires sont à présent le résultat d'appels d'offres ; pour un autre gérant le pourcentage atteint 80%<sup>105</sup>. La moitié restante est donc obtenue par une relation moins formelle d'entrée directe en relation avec les clients, parfois par recommandation<sup>106</sup>. S'il est vrai que les appels d'offres deviennent un mode de fonctionnement important pour des montants d'encours élevés et pour les poches de gestion spécialisées, cela n'empêche donc en rien les investisseurs institutionnels qui le souhaitent d'entrer en contact direct avec les gérants et de pérenniser cette relation. L'investisseur peut également avoir identifié par lui-même un fonds pour y placer ses encours sans recourir aux appels d'offres, en particulier pour de faibles montants ou parce que la gestion financière interne est suffisamment

---

<sup>104</sup> Concrètement, la rédaction de l'appel d'offres s'opère en plusieurs étapes. Dans un premier temps, le consultant a besoin de connaître les attentes des investisseurs institutionnels. Sur la base de ces éléments d'information, et si cette fonction leur est déléguée, les consultants sont chargés de rédiger les conventions de gestion en collaboration avec les investisseurs institutionnels. La presque totalité des personnes que nous avons rencontrées (tant les consultants que les responsables de sociétés de gestion) insistent sur la très grande précision des questions posées aux sociétés de gestion lors des procédures d'appels d'offres. Quant aux réponses, elles ne doivent pas se contenter d'être affirmatives. Elles doivent être démonstratives, c'est-à-dire fondées sur un raisonnement cohérent permettant de convaincre le mandant de la capacité du candidat à atteindre ses objectifs. Un grand nombre de sociétés de gestion ont d'ailleurs créé des services dédiés exclusivement à la rédaction des dossiers d'appels d'offres. Quelques-uns de nos interlocuteurs ont toutefois souligné la nécessité d'améliorer certains aspects des formulaires d'appels d'offres, regrettant par exemple que les références utilisées pour le calcul des marges d'erreur (*tracking error*) ne soient pas toujours bien définies et que la notion d'intervalle de confiance soit totalement absente des argumentaires.

<sup>105</sup> Inversement, nous avons rencontré un gérant alternatif qui obtient moins de 10% de ces flux d'affaires par les appels d'offres.

<sup>106</sup> L'appel d'offres n'est donc pas le seul moyen d'obtenir la gestion des fonds des institutionnels. Un interlocuteur belge considère même que répondre à un appel d'offres signifie que le démarchage du client institutionnel a été insuffisant en amont : c'est en quelque sorte un échec de devoir se retrouver en concurrence avec d'autres gérants.

développée pour sélectionner et gérer les fonds de manière autonome<sup>107</sup>. En gestion alternative, les appels d'offres sont en outre moins développés qu'en gestion traditionnelle.

Grâce aux appels d'offres, les consultants se chargent du processus de sélection des gérants candidats pour le compte des institutionnels. Le processus se veut assez structuré et intègre des paramètres assez variés. Les réponses aux appels d'offres sont étudiées sur la base de données qualitatives (équipe de gestion, structure de gouvernance interne...) et quantitatives (taille des encours, nombre de fonds gérés, outils techniques de décision et de contrôle des risques, exécution opérationnelle...)<sup>108</sup>. Les consultants établissent une *short list* de sociétés de gestion à l'issue de l'appel d'offres qui seront amenées à être interrogées lors de la phase finale de la sélection, les « auditions » des candidats retenus. Les sociétés de gestion sélectionnées sont admises à présenter leurs atouts lors des oraux qui réunissent les comités décisionnaires des investisseurs institutionnels, les gérants candidats et les consultants eux-mêmes.

#### *b - Un regard plus critique sur la fonction de consultant*

Compte tenu de l'évolution décrite ci-dessus, on peut comprendre que la relation entre les institutionnels et les gérants devient plus normalisée et fondée sur des exigences formellement mieux identifiées. Les appels d'offres pour la sélection des gérants, tout comme la délégation du suivi de la gestion à des consultants contribuent à professionnaliser la relation. Le gérant se sait contrôlé et à ce titre on peut penser que la relation d'agence s'établit de manière plus satisfaisante. Il peut néanmoins être intéressant d'apporter quelques nuances à cette proposition.

Tout d'abord, nous avons vu que les sociétés de gestion désireuses d'augmenter leurs actifs sous gestion doivent être très actives auprès des consultants dans les pays où l'essentiel des institutionnels fait appel à eux. Le démarchage commercial de la clientèle institutionnelle par les sociétés de gestion intègre inévitablement les consultants. La quasi-

---

<sup>107</sup> Les investisseurs institutionnels les plus avertis réalisent leur propre sélection grâce aux bases de données de *Leapers*, *Standard and Poor's*, *Morningstar*, ou *Fininfo*. Les fonds sont notés par classes d'actifs. Cela permet aux investisseurs de réaliser un suivi des critères de performances, des *alphas*, de la volatilité, de la taille des encours et de la durée.

<sup>108</sup> L'importance relative des critères mis en avant par les institutionnels n'est pas toujours la même au fil des années. Ainsi l'étude d'Invesco constate que la priorité est donnée à la maîtrise des risques après le krach des années 2000, ceci révélant une forte aversion au risque. A partir de 2005 à l'inverse, les investisseurs institutionnels privilégient la capacité des gérants à générer de la performance. Nos interlocuteurs soulignent qu'il est possible d'évaluer les préoccupations fondamentales des investisseurs institutionnels à la lecture de l'appel d'offres : le nombre de questions est souvent en relation avec la hiérarchie des priorités.

totalité des responsables de sociétés de gestion que nous avons rencontrés insistent sur la nécessité d'entretenir de bonnes relations avec les consultants, ne serait-ce que pour figurer sur la *short list* des sociétés auxquelles il sera éventuellement fait appel lors de prochaines attributions de fonds. Or une telle démarche nécessite de mobiliser des ressources importantes. Si cela ne pose *a priori* aucun problème pour les grandes sociétés, il n'en va pas de même pour les plus petites. Ces dernières risquent alors de ne pas être retenues sur les *short lists* alors même qu'elles proposent des produits générant des performances comparables seulement parce que le *marketing* est moins actif auprès des consultants. Le rapprochement supposé large et objectif entre les investisseurs institutionnels et les meilleurs gérants (ou les meilleurs fonds) par l'entremise des consultants présente dès lors un biais.

Ensuite, les *due diligences* pratiquées par les consultants s'appuient généralement sur des pratiques anglo-saxonnes. Or, leur efficacité s'appuie sur des éléments jugés par nos interlocuteurs tantôt exagérément rigoureux, tantôt superficiels parce que l'on peut dans certains cas douter de la pertinence et du caractère scientifique de la méthode employée. Appliquées à la sélection des gérants de *hedges* par des gérants de fonds de fonds, les méthodes anglo-saxonnes - dont s'inspirent certains consultants - s'effectuent parfois selon des pratiques surprenantes. Les gérants de fonds de fonds ont pris ainsi pour habitude de conditionner leurs participations dans un fonds à des éléments intégrant la vie privée de son gérant<sup>109</sup>. En filigrane, un parallèle discutable est établi entre la déontologie de la gestion et la bonne « morale » de la vie privée du gérant. Si un écart de conduite est observé, les gérants de fonds de fonds interprètent cette information comme devant susciter de la défiance vis-à-vis de ce gérant. Or l'interprétation d'informations tenant à la vie privée constitue-t-elle une source d'information convaincante pour juger des capacités de gestion des gérants de *hedges* ?

Par ailleurs, le caractère totalement impartial de la sélection des gérants par les consultants a été évoqué à plusieurs reprises lors de nos entretiens aussi bien par des gérants que par des consultants. Les modes de rémunération de certains consultants seraient à la base d'éventuels conflits d'intérêt : ils ont d'ailleurs conduit à des scandales aux Etats-Unis. Il existe de fait deux modes de rémunération des consultants. Le premier type de rémunération des consultants repose sur le paiement au temps passé à la prestation de conseil. Les consultants sont dans ce cas rémunérés par leurs clients selon des

---

<sup>109</sup> La *diligence* consiste alors à faire appel aux services de détectives privés qui enquêtent sur la bonne moralité des gérants.

honoraires forfaitaires soit à la mission (lorsque le consultant intervient uniquement en amont dans la détermination de l'allocation stratégique et la sélection des gérants), soit à l'année (lorsque le consultant se charge également du suivi de la gestion selon les modalités identifiées dans le cahier des charges).

Le second type de rémunération est plus indirect et comporterait de ce fait d'inévitables sources de conflit d'intérêt. Les consultants ne sont plus rémunérés directement par leur client, l'investisseur institutionnel, mais par la société de gestion dont le fonds aura été sélectionné par le consultant pour le compte de l'investisseur institutionnel. Les sociétés de gestion imposent alors aux investisseurs institutionnels des frais de gestion qui intègrent *ex ante* la commission destinée aux consultants, calculée comme un pourcentage du montant des actifs. Dans la mesure où la société de gestion répercute cette rémunération sur les frais de gestion qu'elle facture à l'investisseur institutionnel, c'est bel et bien ce dernier qui, *in fine*, rémunère le consultant. Mais ce mode de rémunération qui s'apparente à une rétrocession de commissions versée par les *asset managers* a été à plusieurs reprises contesté lors de nos entretiens car il transforme le consultant en apporteurs d'affaires. Cela induit inévitablement un conflit d'intérêt, le risque tenant bien évidemment à ce que le consultant soit conduit à privilégier la société de gestion qui rémunère le mieux les apporteurs d'affaires, c'est-à-dire celle qui propose les commissions les plus élevées sans que cela soit nécessairement favorable à l'investisseur institutionnel. Ce mécanisme de rémunération pose par conséquent des questions d'ordre déontologique.

Certains sondés révèlent une autre source de conflit d'intérêt. Elle ne résulte pas du type de rémunération mais de l'exercice de plusieurs métiers par un même consultant. Lorsqu'un même cabinet réalise à la fois la sélection et le suivi des gérants, il devient problématique d'identifier les responsabilités lorsque les performances du gérant se dégradent. C'est d'ailleurs l'argument que choisissent de mettre en avant les consultants qui se sont spécialisés soit dans la sélection des gérants, soit dans leur suivi.

Au final, il est clair que la présence des consultants dans l'industrie de la gestion concourt à améliorer les incitations des gérants à améliorer leurs offres et leurs performances car ils apportent des compétences dans l'identification et le suivi des politiques de placement des gérants pour le compte des investisseurs institutionnels. Toutefois le rôle croissant des consultants peut poser un certain nombre de problèmes liés



aux procédures de contrôle et aux possibles conflits d'intérêt. Les modalités de rémunérations et l'exercice conjoint de plusieurs fonctions par un même consultant suscitent de véritables interrogations.

### **III. LE CONTROLE DES RISQUES**

Les investisseurs essayent de limiter le risque qu'ils portent de différentes façons. En spécifiant dans le contrat une *tracking error*, en inscrivant des contraintes sur le choix du portefeuille, ou encore par l'intermédiaire du *reporting*. Mais ces mécanismes ne suffisent probablement pas à sécuriser parfaitement la relation de délégation. Et il en existe d'autres qui viennent les conforter. Les uns sont de l'ordre de l'autorégulation ou de la régulation de marché, tandis que les autres relèvent de la réglementation.

#### **III. A. L'autorégulation**

##### ***III. A. 1. Le contrôle des risques en interne***

###### *a - Dans la gestion traditionnelle*

Le métier de la gestion d'actifs a acquis une indépendance et une autonomie vis-à-vis de la banque, ce qui se traduit par une démarche d'autorégulation et par la mise en place de codes de bonne conduite ou de pratiques professionnelles visant à sécuriser la gestion. Il s'agit de donner aux investisseurs l'assurance que les gérants se comportent de la bonne façon. Les gérants rencontrés se soumettent pour la plupart non seulement au code de bonne conduite de l'AMF mais également à celui qui, en interne, est édicté par la société de gestion ou par le groupe auquel appartient la société de gestion. Les plus grandes sociétés de gestion disposent même d'un déontologue à demeure avec des pratiques qui peuvent aller assez loin : la vérification des relevés de compte bancaire des gérants, l'enregistrement des conversations téléphoniques... La protection des intérêts de l'investisseur n'est pas assurée uniquement par le régulateur national en France. En effet, une charte établie par l'Association Française des Entreprises d'investissement (AFEI) et l'Association Française de la Gestion Financière (AFG), mais non approuvée par l'AMF, va fixer le cadre et les bonnes pratiques en matière de rémunération par les sociétés de gestion des services fournis par leurs intermédiaires. Ce document rappelle que les commissions versées à un intermédiaire rémunèrent des services

d'exécution des ordres et d'aide à la décision d'investissement. Toute une série de services n'entre pas dans le cadre de cette définition. Cette charte présente des similitudes avec celle établie par la *Financial Service Authority*, qui fait obligation aux gérants depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006 de dissocier dans leur courtage ce qui rémunère l'exécution et la recherche.

Les sociétés de gestion doivent également montrer qu'elles se soucient du contrôle du risque. Depuis les années 2000, les directeurs financiers des investisseurs institutionnels sont très préoccupés par la gestion des risques et beaucoup moins par la seule recherche de la performance. Les investisseurs institutionnels désirent savoir comment les sociétés de gestion gèrent le risque. Les grands investisseurs institutionnels, tels que le FRR, ont même leur propre département de contrôle des risques qui vise à contrôler les risques pris par les gérants.

Désormais, les processus de contrôle du risque sont très importants et figurent dans l'argumentaire commercial de toutes les sociétés de gestion. Les grands gérants ont recours à des processus de contrôle des risques plus ambitieux fondés sur l'utilisation de logiciels permettant le calcul de ratios, ainsi que de la *tracking error* et pour certains, de la *Value At Risk*.

#### *b - Dans la gestion alternative*

Comme nous l'avons précédemment noté, la gestion alternative prend principalement la forme de fonds de fonds en sélectionnant les *hedge funds* à partir d'une *due diligence*. Les rencontres avec les gérants de *hedge funds* étant assez difficiles puisqu'ils sont basés aux Etats-Unis ou en Asie, les gérants informent les sociétés de gestion principalement par l'intermédiaire de conférences téléphoniques, ou de *reporting* détaillé. Cependant, les *hedge funds* demeurent malgré tout opaques concernant le procédé de constitution des portefeuilles. Pour les sociétés de gestion qui proposent des fonds de fonds, il existe donc un intérêt à connaître ces gérants de *hedge funds* depuis longtemps. Un gérant confie qu'il y a encore cinq ans, lors des rencontres avec les gérants de *hedge funds*, il n'avait qu'une seule personne pour interlocuteur et n'obtenait que des entretiens assez brefs (3/4 d'heure). Il discute désormais avec plusieurs personnes, pour une durée plus importante. Il constate aussi une professionnalisation de ce côté-là : les moyens des *hedge funds* sont en effet de plus en plus importants (avec un suivi régulier de la *due diligence*, de la transparence de la stratégie de gestion, du contrôle des risques).

Ce sont les exigences professionnelles des fonds de pension ou surtout des gérants de fonds de fonds qui ont provoqué la constitution de véritables sociétés de gestion dotées de

lourdes infrastructures et non plus seulement des « boutiques ». Un de nos interlocuteurs a, en effet, mis en place un processus d'identification des risques opérationnels et d'évaluation de la structure des *hedge funds* sélectionnés. La grande majorité des gérants rencontrés ont insisté sur leurs procédures de contrôle des risques. Ce type de démarche est de plus en plus répandu. La professionnalisation des *hedge funds* est enclenchée, les risques sont mieux maîtrisés mais pour certains les performances s'en ressentent.

Un des moyens pour les *hedge funds* de gérer le risque de liquidité<sup>110</sup> est d'imposer à leurs clients une période d'interdiction de retrait des fonds (*lock-up*). Les actifs des *hedge funds* ne peuvent pas être vendus sur une base quotidienne ou hebdomadaire. On a constaté une tendance des *hedge funds* à offrir des périodes de *lock-up* plus longues, ce qui du point de vue de la gestion du risque est un développement opportun, étant donné la liquidité de plus en plus réduite des actifs des *hedge funds* (c'est le cas des *distressed securities*, le *private equity*). Malgré leur réticence à bloquer leurs fonds pour plus d'un an, les investisseurs institutionnels semblent accepter des périodes de *lock-up* plus importantes. En 2005, certains des *hedge funds* avec des profits élevés pouvaient demander des périodes de *lock-up* de trois ans, mais d'autres, moins connus, éprouvaient des difficultés à trouver des investisseurs ont dû concéder des périodes de *lock-up* plus courtes.

### **III. A. 2. Le dépositaire, le conservateur**

Des mécanismes de protection des investisseurs sont donc apparus suite à l'émergence d'autres prestataires de service tels que les dépositaires et les conservateurs.

Une étude de l'EAMA<sup>111</sup>, Association Européenne de la Gestion d'Actifs, publiée fin 2002, porte sur le rôle du dépositaire/conservateur<sup>112</sup> en tant que facteur de réduction des risques opérationnels. Ce rapport étudie pour huit pays européens<sup>113</sup> les accords, contractuels ou réglementaires, avec les dépositaires/conservateurs.

L'implication du conservateur dans l'atténuation des risques opérationnels dépend de la nature de son rôle et de ses responsabilités. Ils sont déterminés par des standards minimums imposés par la loi et la réglementation, mais aussi par les arrangements commerciaux et contractuels entre les conservateurs, les gérants et/ou les clients. Dans tous les pays, les lois et

---

<sup>110</sup> Les *hedge funds* sont reconnus pour leur liquidité réduite, puisqu'ils investissent dans des actifs peu liquides.

<sup>111</sup> Oxford Economic Research Associates (2002), *The Role of Custody in European Asset Management*, EAMA, p. 113.

<sup>112</sup> Le dépositaire a des obligations plus étendues que celles du conservateur qui assure la conservation des instruments financiers.

<sup>113</sup> France, Allemagne, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays Bas, Espagne et Royaume-Uni.

les réglementations établissent une distinction claire entre conservation dans le cas de la gestion d'actifs sous mandat et les accords de dépositaire pour la gestion collective.

La conservation des actifs des investisseurs n'est pas une activité homogène. En plus de la garde des actifs, les conservateurs peuvent agir comme des agents de règlement et fournir des services administratifs tels que le *reporting*, la collecte des dividendes, le prélèvement des taxes, ou agir comme un intermédiaire dans les actions institutionnelles, incluant la communication et l'exercice des droits de vote. Ils peuvent aussi être responsables de la valorisation et de la surveillance de la conformité et offrir d'autres services à valeur ajoutée, tels que le prêt de titres, la mesure de la performance, la gestion de la liquidité et le courtage.

En assurant ces fonctions, les conservateurs ont un rôle potentiel dans la diminution des pertes des investisseurs provenant des risques opérationnels qui se produisent dans le processus de la gestion d'actifs, soit *ex ante* en réduisant l'incidence de ces pertes soit *ex post* en supportant les pertes et en rémunérant les clients dans les cas où des échecs se produisent. La fonction de surveillance exercée par les conservateurs est donc extrêmement importante. Quand l'accord du conservateur comprend ce rôle de surveillance, les clients peuvent être protégés contre une mauvaise utilisation par le gérant de leurs actifs et contre la fraude. Ce rôle peut être étendu pour vérifier que la possession et la disposition des actifs ne sont pas incohérentes avec les directives des clients, surveiller la régularité de tous les placements, vérifier la valorisation des portefeuilles d'investissement, et rapporter aux clients la performance des gérants.

La gestion collective prend des formes variées selon les pays, mais les actifs des fonds peuvent généralement être confiés à un dépositaire (dans le cas des fonds contractuels ou *corporate*) ou à un *trust* (dans le cas des *unit trusts* irlandais ou anglais)<sup>114</sup>. Le rôle du dépositaire paraît être largement harmonisé en Europe, au moins si le fonds est un fonds *retail*. Les pays tels que l'Allemagne, la France et le Luxembourg ont des fonds institutionnels spécifiques construits pour un ou plusieurs investisseurs institutionnels. Ces fonds ont un dépositaire qui, par statut, a des obligations similaires à celles du dépositaire d'un fonds collectif.

En Irlande et au Royaume-Uni, les dépositaires ou *trustees* doivent être extérieurs à la société de gestion. Dans les autres pays, les structures de propriété communes ne sont pas exclues et les actifs des fonds sont souvent placés dans le groupe bancaire agissant comme un

---

<sup>114</sup> Le *trust* anglo-saxon a une responsabilité fiduciaire qui lui est spécifique, et qui n'existe pas chez les autres dépositaires européens.

dépositaire. En Allemagne, en Italie, et au Luxembourg, les dépositaires sont des institutions de crédit autorisées à recueillir des dépôts de fonds. Dans les autres pays, les institutions non bancaires peuvent être autorisées à agir comme un dépositaire bien que, dans la pratique, les banques dominent le marché.

Les dépositaires sont soumis à la réglementation prudentielle dans tous les pays. Il existe cependant des différences entre les pays sur les exigences en fonds propres. Ils ne sont généralement pas obligés de contracter une assurance spéciale pour leurs services de conservation, mais peuvent être membres d'un dispositif de protection des dépôts ou de garantie. La France est le seul pays qui impose une exigence en fonds propres spécifique pour la fourniture de services de conservation. Les autres pays n'exigent pas de capital réglementaire spécifique ou supplémentaire. Les conservateurs sont soumis aux exigences qui s'appliquent généralement à l'institution. Cela tend à varier entre les pays et selon le type d'institutions qui effectue la conservation. Il n'y a généralement aucune exigence pour les conservateurs qui souscrivent une assurance spécifique pour les actifs conservés.

Dans la gestion collective, en plus de la sauvegarde des actifs des fonds, les dépositaires ou *trustees* ont de larges responsabilités. Il n'y a pas de grandes différences nationales en termes de niveau de protection des investisseurs depuis que tous les pays ont adoptés les standards minimums imposés par la directive UCITS. Les dépositaires assurent une surveillance statuaire et une fonction de contrôle qui consiste à vérifier l'allocation d'actifs, le règlement des transactions, le prêt de titres, l'emprunt de la société de gestion et les autres aspects spécifiés dans la loi et les règles des fonds. Ils sont aussi en charge de collecter le revenu du fonds et la manipulation des titres des entreprises. Un autre rôle important est relatif aux calculs de la valeur de l'actif net qui doivent être vérifiés par les dépositaires ou effectués par eux. Le dépositaire ou *trustee* peut être tenu pour responsable par la société de gestion et les détenteurs des parts des fonds de l'existence de brèches dans ses devoirs. Cependant, la responsabilité n'est pas absolue. Selon la directive UCITS, c'est le cas quand il y a eu un échec injustifié à s'acquitter de ses obligations. En soi, les réglementations des fonds d'investissement fournissent une protection importante mais incomplète contre les pertes des investisseurs provenant des échecs opérationnels dans le processus de gestion.

Dans la gestion sous mandat, il existe dans tous les pays une obligation de conserver les actifs des clients séparément des actifs de la société. Cependant le Royaume-Uni et l'Irlande autorisent l'auto-conservation par le gérant d'actifs. Bien que l'auto-conservation soit possible et observée sur le marché, la majorité des actifs sous gestion est détenue par une tierce partie. Dans les autres pays, les sociétés de gestion doivent placer les actifs des clients

chez un conservateur externe. Cependant il n'est pas exclu que les actifs des clients soient détenus à l'intérieur du groupe. La conservation dans le groupe est possible dans tous les pays, mais plus commune en Europe continentale. La conservation est une activité bancaire en Allemagne et au Luxembourg mais pas dans les autres pays européens, où des sociétés de services financiers non bancaires peuvent conserver des actifs, bien qu'en pratique, les conservateurs majeurs soient des banques ou appartiennent à des groupes bancaires.

Au contraire de la gestion collective, la gestion sous mandat se caractérise par un manque de standards minimaux réglementaires, au moins en ce qui concerne les responsabilités du conservateur qui s'étendent au-delà de la conservation. Aucun pays ne dispose de réglementation imposant des responsabilités de surveillance au conservateur.

Ainsi, les réglementations diffèrent de manière significative entre la gestion mandatée et la gestion collective en termes de niveau de protection accordée aux investisseurs. Le dépositaire d'un fonds collectif a une fonction de surveillance régulière et par statut a un rôle de protection des investisseurs au moins dans le cas des fonds UCITS. Dans la gestion sous mandat, les rôles minimums de protection sont significativement plus faibles ou non existants, les responsabilités du conservateur et les rôles sont régis davantage par le contrat que par la réglementation.

Le dépositaire fournit une protection réelle contre certains risques opérationnels de la gestion d'actifs tels que la disparition des titres du client. Son impact est cependant moins évident concernant les autres risques, spécialement ceux qui peuvent provenir de la fraude, les brèches dans les directives des clients, les erreurs de *pricing* ou le *misdealing*.

### **III. B. La réglementation**

En plus de la réglementation qui leur est propre, les investisseurs institutionnels sont protégés par la réglementation stricte qui s'applique aux OPCVM et s'ajoute à celle des sociétés de gestion.

#### ***III. B. 1. La justification de la réglementation***

L'objectif de la réglementation dans l'industrie de la gestion d'actifs se comprend à la lumière de l'analyse des risques inhérents à l'activité de la gestion pour compte de tiers.

Tout d'abord la réglementation trouve sa justification dans la protection des investisseurs qui ne sont pas avertis. L'analyse des risques dans l'industrie de la gestion d'actifs a fait l'objet de plusieurs travaux<sup>115</sup> et notamment celui de Franks et Mayer (2001) qui pour le compte de l'EAMA ont réalisé une analyse des risques issus de la gestion d'actifs dans six pays européens<sup>116</sup> et aux Etats-Unis. Les seuls risques qu'ils ont identifiés sont les risques opérationnels dont les principaux sont : le non-respect des consignes des clients, les erreurs d'exécution, de valorisation et de règlement-livraison, ainsi que la fraude. Les fonds sont transparents dans la mesure où ils ne garantissent pas la valeur des capitaux qui leur sont confiés exception faite des produits à rendements garantis.

Ensuite, la réglementation existe aussi pour éviter les externalités, telles que le risque systémique. Ce risque est certes moins important que dans les banques, mais peut néanmoins exister. L'augmentation des produits garantis depuis ces dix dernières années, particulièrement en Europe Continentale<sup>117</sup> expose les sociétés de gestion à un risque d'échec financier. Jusqu'à présent, peu de manifestations de ce type ont été constatées. Cependant, les produits garantis sont en croissance et n'ont pas encore été testés réellement dans un marché à la baisse.

### ***III. B. 2. Les différentes formes de réglementation***

En Europe, la réglementation a un impact potentiellement différent sur la protection de l'investisseur en raison des différences de nature et de taille de l'industrie de la gestion d'actifs. Les différences portent sur la réglementation, le type d'investisseur (institutionnel ou particulier), sur la propriété et sur les activités des sociétés de gestion. Dans la littérature, les auteurs montrent que les risques les plus sérieux que peut connaître la gestion d'actifs sont le *misdealing* et les infractions aux directives des clients. Mais en réalité, ce sont les problèmes d'information qui constituent la première source de risque opérationnel. Franks et Mayer (2001) ont pu établir que les règles de conduite sont nombreuses au Royaume-Uni et autorégulées en France<sup>118</sup>. Ils évaluent plusieurs formes alternatives de protection de

---

<sup>115</sup> Biais B., C. Casamatta et J.C. Rochet (2003), « Operational Risk and Capital Requirements in the European Investment Fund Industry », FEFFSI, p. 47.

Franks J. et C. Mayer (2001), Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital Requirements, EAMA, p.179.

<sup>116</sup> France, Italie, Irlande, Allemagne, Royaume-Uni, Pays-Bas.

<sup>117</sup> Excepté les sociétés bien couvertes ou celles où la garantie est assurée par une tierce partie comme c'est le cas en France.

<sup>118</sup> Ce sont des règles de conduite issues de la profession.

l'investisseur aux exigences en fonds propres. Selon eux, il existe une interaction importante entre la structure institutionnelle de la société de gestion et les formes de réglementation. Ils identifient alors quatre formes de protection de l'investisseur. Deux formes de protection sont institutionnelles : le capital de réputation et les dépositaires (ou *trustees*). Les deux autres formes de protection sont réglementaires : la promotion du contrat privé (audit, communication, poursuites judiciaires) et du contrat public (exigences en fonds propres, règles de conduite, indemnisation). Cependant l'indemnisation, suite à la survenance de risques opérationnels, n'est pas présente dans tous les pays, et si c'est le cas elle se pratique à des degrés divers. Le niveau d'indemnisation le plus important a été relevé au Royaume-Uni. Le tableau 9 présente pour trois pays européens les différentes formes de protection des investisseurs.

<b>Pays</b>	<b>Réglementation</b>
France	Règles de conduite, d'exigences en fonds propres et de conservation des actifs
Allemagne	Exigences en fonds propres et de conservation des actifs
Royaume-Uni	Exigences en fonds propres, règles de conduite, schéma d'indemnisation, et conservation des actifs
Etats-Unis	Communication, audit et application par la justice

**Tableau 9. Les mécanismes institutionnels et réglementaires de protection des investisseurs**  
**Source : Franks et Mayer (2001)**

Franks et Mayer (2001) ont montré également que le niveau de détention des fonds propres des sociétés de gestion est différent dans les pays européens, et demeure supérieur aux exigences réglementaires ce qui n'améliore pas la protection des investisseurs pour autant.

Les capitaux propres réglementaires n'étant pas pleinement justifiés dans l'industrie de la gestion d'actifs, les auteurs analysent l'impact de différents mécanismes sur la protection des investisseurs qui pourraient être une alternative aux exigences en fonds propres (tableau 10).



<b>Réponses</b>	<b>Protection de l'investisseur</b>
Exigences en fonds propres	Pauvre, excepté quand ils sont à des niveaux vraiment élevés
Conservateur/ <i>Trustees</i>	Réduit les risques de fraude et les risques opérationnels
Communication/Audit	Promouvoir la sensibilisation aux risques
Assurance	Protection contre les pertes élevées
Schémas d'indemnisation	Elevé si les indemnisations sont généreuses

**Tableau 10. Impact des différentes réglementations sur le niveau de protection de l'investisseur**  
**Source : Franks et Mayer (2001)**

L'obligation de moyens qui existe pour assurer la protection *ex ante* des investisseurs, fait l'objet d'un agrément spécifique du régulateur. En France, l'AMF effectue un contrôle et un suivi régulier de l'application de cette règle. Ainsi, le gérant doit disposer de moyens financiers (capitaux propres...), techniques (organisation comptable, moyens d'analyse d'aide à la décision, suivi des résultats de la gestion ....) et humains (concordance entre les effectifs et la nature et le développement des activités) en adéquation avec les services d'investissement offerts. En cas de non-respect des engagements pris, les sanctions prévues peuvent aller jusqu'au retrait de l'agrément de la société de gestion. La COB a d'ailleurs déjà appliqué la sanction prévue puisque le 6 mai 2003, elle a retiré son agrément à la société de gestion ETHYS en qualité de société de gestion de portefeuille, pour insuffisance de fonds propres de la société et absence de disposition des moyens humains et matériels prévus dans son programme d'activité (Communiqué de presse de la COB, 1<sup>er</sup> juillet 2003).

<b>Nombres de procédures ouvertes en 2005</b>	<b>34</b>
Nombre de procédures menées à terme en 2005	32 dont 1 procédure héritée du CMF et 31 procédures ouvertes par l'AMF
Détail des procédures menées à terme en 2005	- 79 personnes concernées dont : ➤ 51 personnes sanctionnées (27 personnes morales et 24 personnes physiques) ➤ 28 personnes mises hors de cause (9 personnes et 19 personnes physiques)
	- 5 procédures sans aucune sanction (concernant 5 personnes morales et 4 personnes physiques)
Répartition des 51 sanctions prononcées :	- 35 sanctions pécuniaires : ➤ allant de 1 euro à 600 000 euros ➤ pour un montant total de 3 833 002 euros réparti entre 18 personnes morales (2 765 001 euros) et 17 personnes physiques ( 1 068 001) ➤ dont 1 assortie d'une interdiction temporaire d'exercer, 3 d'un blâme et 3 d'un avertissement
	- 1 interdiction temporaire d'exercer non assortie d'une sanction pécuniaires
	- 3 blâmes non assortis d'une sanction pécuniaire
	- 12 avertissements non assortis d'une sanction pécuniaire
Nombre de procédures restant en cours fin 2005	37
Nombre de recours intentés par les personnes sanctionnées en 2005	18

**Tableau 11. Les statistiques des procédures de l'AMF en 2005**  
 Source : AMF<sup>119</sup>

Contrairement à la gestion traditionnelle, la gestion alternative est considérée comme risquée, en raison d'un taux de mortalité des *hedge funds* très élevé<sup>120</sup>. Les *hedge funds* sont par ailleurs peu réglementés, ils sont considérés par certains gérants de fonds de fonds comme opaques dans leurs stratégies et leurs règles de fonctionnement, et ne connaissent pratiquement pas de contrainte réglementaire<sup>121</sup> en matière de publication de positions ou de résultat. Une partie des fonds a ainsi été intégrée au cadre réglementaire français. Pendant longtemps les fonds alternatifs étaient interdits à la commercialisation en France, les clients

<sup>119</sup> AMF (2005), Rapport Annuel.

<sup>120</sup> D'après la Tribune (27 septembre 2006), 500 *hedge funds* auraient fait faillite au cours des 12 derniers mois.

<sup>121</sup> La pratique de la gestion alternative a été tolérée en France pendant une dizaine d'années sans cadre juridique précis.

devaient exprimer par écrit leur volonté d'investir dans des produits alternatifs mais ceci a provoqué des dérives. L'AMF est intervenue à plusieurs reprises pour compléter des dispositifs jugés insuffisants. En multigestion alternative tout d'abord, l'AMF a publié en avril 2003 toute une série de notes précisant le cadre dans lequel cette activité peut être exercée (cf. encadré 2). Pour exercer la gestion alternative, les fonds de fonds et les sociétés de gestion qui sélectionnent des fonds alternatifs doivent respecter ces règles. Puis, elle a également régulé la gestion alternative directe autorisant la création des ARIA<sup>122</sup> et des fonds contractuels<sup>123</sup>. L'objectif est de permettre aux investisseurs d'accéder, en France, à tous les types de gestion alternative dans un environnement sécurisé. Un gérant de fonds de fonds indique que cette réglementation contribue à sécuriser les clients, mais qu'elle n'impose pas plus de contraintes qu'auparavant. On est passé d'une activité consistant à vendre des fonds *off-shore* à une gestion de produits réglementés en France. Les critères de l'AMF sont une bonne chose pour lui, car il respectait déjà implicitement ces règles avant leur mise en place.

**Les règles spécifiques des OPCVM de fonds alternatifs :**

- Interdiction des cascades de fonds (fonds de fonds de fonds)
- Application de la Règle de division des risques (ratio dit des 5/10/40)<sup>124</sup>
- Interdiction des opérations de face à face
- Adaptation des règlements et instruction sur les points suivants :
  - Détermination de la périodicité de calcul de la valeur liquidative de ces OPCVM de façon plus espacée (mensuelle au lieu de bimensuelle pour le droit commun)
  - Acceptation des clauses de rachat assouplies avec des clauses de préavis portées jusqu'à 95 jours maximum
- Limitation de l'objet des fonds cibles à la gestion d'instruments financiers
- Information sur les frais des fonds sous-jacents
- Indicateur quantitatif global de la mesure de risque, pour les OPCVM

**Les conditions de commercialisation :**

- La commercialisation de fonds de fonds alternatifs ne peut s'envisager que dans le cadre d'une relation continue, avec des clients relativement avertis
- L'agrément de chaque OPCVM de fonds alternatifs donnera lieu à la validation préalable d'un programme de commercialisation
- Un montant minimum de souscription initiale de 10000 euros est instauré
- Interdiction de la commercialisation des fonds sous-jacents

<sup>122</sup> Pour les OPCVM ARIA à effet de levier (ARIA EL) 24 sociétés de gestion ont obtenu l'agrément de leurs programmes d'activités en fonds ARIA EL, 12 produits ont été lancés, qui géraient 3,2 milliards d'euros fin mars 2006. Les fonds ARIA sans effet de levier concernent 35 produits et 6,5 milliards d'euros. La multigestion alternative en France, via les OPCVM ARIA de fonds alternatifs, compte 69 sociétés de gestion sont agréées, 208 produits et 18,5 milliards d'euros d'encours (L'Agefi, 2 mai 2006).

En 2006, 13 nouveaux fonds ARIA et ARIA EL ont déjà été enregistrés (Publi News, 6 octobre 2006).

<sup>123</sup> Les fonds contractuels concernent 38 sociétés agréées, 31 produits et 1,4 milliards d'encours (L'Agefi, 2 mai 2006)

<sup>124</sup> Le principe consiste à ne pas investir plus de 5% de l'actif sur un titre. Si les Etats-membres peuvent autoriser à investir plus de 10% de l'actif sur un titre, alors en aucun cas l'ensemble des titres dans cette situation, ne peut, globalement excéder 40% de l'actif (COB (2001), *Rapport annuel*, p. 175).

- Interdiction des activités de démarchage en vue de la souscription des parts d'un fonds étranger non autorisé à la commercialisation en France

**L'information de l'investisseur :**

- Dans la notice d'information, doit figurer :

- le pourcentage de détention maximale ou d'exposition à des Organismes de Placement Collectif (OPC)
- l'origine géographique des OPC cibles
- l'impact des investissements en OPC envisagés sur le profil de risque global de l'OPCVM

- Indiquer de façon suffisamment claire l'impact de l'acquisition d'OPC en termes de frais (cumul de frais directs et indirects)

- Décrire la stratégie de multigestion de l'OPCVM :

➤ soit l'objectif de gestion décrit le pourcentage maximal ou la fourchette d'exposition recherchée de chaque stratégie alternative mise en œuvre dans les OPC alternatifs, en en détaillant en quelques lignes les principes

➤ soit, si aucune précision n'est apportée quant à la pondération des stratégies alternatives sous-jacentes, il est précisé que la gestion est diversifiée et discrétionnaire, selon les anticipations du gérant.

**Encadré 2. La régulation de la multigestion alternative**

Source : COB<sup>125</sup>

Le cadre réglementaire ayant été clarifié, les institutionnels commencent aujourd'hui à s'organiser pour pouvoir en bénéficier. Mais les investisseurs institutionnels sont parfois assujettis à une réglementation qui leur est propre, et cette dernière est souvent trop floue concernant la gestion alternative. Beaucoup craignent encore de faire l'objet des remontrances de la part de leurs autorités de tutelle. Ce phénomène devrait être moins courant en France maintenant qu'il existe des fonds de droit français encadrés et enregistrés auprès de l'AMF. Premier à avoir franchi le pas, le secteur des compagnies d'assurance a ainsi fait évoluer très récemment son Code des assurances. Ce dernier, qui régit notamment les autorisations de placements financiers, autorise clairement les sociétés à réaliser dans le cadre des engagements réglementés, jusqu'à 10% de leurs investissements dans de l'alternatif (fonds alternatifs de droit français et capital investissement compris). D'autres institutionnels devraient rapidement suivre cet exemple, notamment les fédérations AGIRC-ARRCO (caisses de retraite) qui ont d'ores et déjà indiqué réfléchir à la question. Il existe cependant toujours des freins réglementaires propres à chaque type d'institution notamment pour les caisses de prévoyances, de congés payés ou encore les mutuelles.

En Suisse, la législation des investisseurs institutionnels évolue, elle est plus en phase avec l'évolution des techniques de gestion du marché. Le domaine institutionnel est

<sup>125</sup> COB (2003), *Bulletin Mensuel*, 378, pp. 11- 24.

particulièrement transparent. Les caisses de pensions qui investissent en *hedge funds* doivent justifier pourquoi elles le font. Les *hedge funds* correspondent à la gestion *satellite* des institutionnels suisses.

Paradoxalement, la gestion alternative est en décroissance en Allemagne. Elle concerne les grands institutionnels qui y consacrent un certain pourcentage de leurs actifs, mais cette part dans leurs portefeuilles ne s'est pas accrue. Il y a deux ans en Allemagne la question des fonds alternatifs a été beaucoup évoquée à l'occasion de la loi autorisant les fonds de *hedge funds*. Mais la plupart des 23 fonds alternatifs qui existent en Allemagne souffrent d'une taille insuffisante<sup>126</sup>. L'un des plus importants, *Lion Global Opportunity*, s'apprête d'ailleurs à fermer faute d'investisseurs. Au total, les encours des *hedge funds* s'élèvent tout juste à 2 milliards d'euros au lieu des 10 milliards escomptés au moment de leur autorisation. Les assureurs allemands, dont les actifs sous gestion sont estimés à 650 milliards d'euros, accusent la Bafin, le régulateur allemand, d'avoir érigé trop de barrières aux investissements dans les *hedge funds*<sup>127</sup>. Selon le point de vue d'un gérant allemand interrogé, l'attrait des investisseurs institutionnels pour la gestion alternative s'est bien estompé. Les investisseurs allemands demandent de la sécurité et une gestion des risques efficace, car ils ont subi de plein fouet les évolutions des marchés en 2000 qui furent pour eux un véritable choc. Cela se mesure à travers la moins grande demande d'alternatif, mais aussi par les rapatriements de fonds en provenance d'Asie qui sont maintenant investis hors émergents.

En Europe, l'harmonisation des réglementations concernant la gestion alternative constitue aussi un sujet de préoccupation pour l'industrie de la gestion d'actifs. Un groupe de travail de la Commission Européenne, composé de professionnels et dédié à la gestion alternative, a rendu ses conclusions en juillet dernier<sup>128</sup>. La Commission européenne relève que le rapport dédié à ce sujet « recense un certain nombre de solutions, qui ne requièrent pas de nouvelle législation communautaire, pour rendre les fonds alternatifs accessibles à différentes catégories d'investisseurs ». Cependant, Alain Reinhold, membre du directoire de la société de gestion de fonds alternatifs français ADI et membre de ce groupe de travail, indique que « ce rapport fait bien apparaître les deux marchés de la gestion alternative, celui des professionnels, peu régulé, et celui des particuliers, qui ont besoin d'un certain niveau de protection ». Le souhait des professionnels est de voir se créer un marché unique de la gestion

---

<sup>126</sup> Les experts estiment la taille critique à 100 milliards d'euros, taille nécessaire pour dégager des bénéfices.

<sup>127</sup> L'Agefi, 10 mars 2006.

<sup>128</sup> *Report of the alternative investment expert group to the European Commission (2006), Managing, Servicing, and Marketing Hedge Funds in Europe*, p. 39.

alternative, des *hedge funds* européens. Mais si sa mise en place nécessite une nouvelle directive, ce projet ne serait mise en œuvre que dans plusieurs années<sup>129</sup>.

### **III. B. 3. Un sentiment de « sur-réglementation »**

#### *a - Dans la gestion traditionnelle*

Les gestionnaires d'actifs pointent du doigt les effets pervers de la réglementation. Trop de réglementation peut augmenter les barrières à l'entrée, et atténuer la concurrence et l'éventail de produits offerts au public. Par exemple, une durée nécessaire pour obtenir l'homologation d'un fonds trop importante peut dissuader les sociétés de gestion de lancer de nouveaux produits dans le pays concerné, et les inciter à se diriger vers des Etats moins exigeants.

Les gérants d'actifs rencontrés ont l'impression d'être encadrés par une réglementation qui les protège contre les récriminations des clients. Mais selon eux, trop de contraintes peut induire des comportements plus risqués. La réglementation agirait alors comme une assurance tous risques qui déresponsabiliserait les sociétés de gestion. L'AMF va maintenant systématiser l'analyse des coûts et des avantages des règles qu'elle met en œuvre. Elle se conforme à ses homologues anglo-saxons (Royaume-Uni, Irlande, Etats-Unis...) qui sont obligés d'évaluer le rapport entre les coûts et les bénéfices des initiatives réglementaires pour responsabiliser davantage les régulateurs et faire en sorte qu'ils intègrent l'exigence de compétitivité du secteur dans leur décision. Une autre idée émerge parmi la communauté financière : la réduction des contrôles *a priori* au profit d'une surveillance *a posteriori* qui permet au régulateur de bénéficier d'un retour d'expérience.

Les régulateurs des différents pays européens, rassemblés au sein du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières travaillent sur l'harmonisation des réglementations. Les professionnels ont fait état de leur inquiétude vis-à-vis de la fragmentation des réglementations. Les autorités locales ont toujours un poids important et leurs contraintes se sont durcies. De fait, la directive UCITS III qui est vague et imprécise peut conduire à des interprétations et à des applications différentes. Par exemple, contrairement à la France, les frais publiés au Luxembourg n'incluent pas les commissions de mouvements.

---

<sup>129</sup> L'Agefi, 2 mai et 5 juillet 2006.

### *b - Dans la gestion alternative*

La majorité des gérants de fonds de fonds rencontrés considèrent que les règles de l'AMF sont contraignantes, et que la gestion alternative est beaucoup trop réglementée en France, notamment par rapport aux Etats-Unis. Des gérants reconnaissent éprouver des difficultés à trouver des fonds qui respectent les critères, car les notices des fonds ne sont pas adaptées aux normes AMF. Pour certains, il y a même redondance de la réglementation AMF avec ces critères et les règles à respecter pour l'agrément. Pour d'autres, la réglementation AMF est spécifique, et nécessite d'avoir des connaissances techniques très variées (*long-short*, arbitrage, ...). Tous les fonds doivent respecter ces critères AMF mais pour les gérants certaines règles sont plus contraignantes que d'autres. Ainsi un gérant indique que sur les 85 fonds dans lesquels il avait investi, il a dû revendre les titres de 4 ou 5 d'entre eux car ceux-ci n'étaient pas enregistrés auprès d'une autorité de tutelle. L'AMF vérifie les enregistrements auprès des autorités comme la SEC : si les *hedge funds* ne sont pas enregistrés, elle ne les sélectionne pas.

## **IV. LES IMPLICATIONS EN TERMES DE MIMÉTISME**

Le mimétisme des sociétés de gestion est un phénomène que l'on évoque souvent pour mettre en cause l'effet de leur comportement sur l'instabilité des marchés. Mais le terme est difficile à définir et il peut donner lieu à des interprétations fausses ou ambiguës. Souvent, on l'utilise pour désigner la similitude des choix de portefeuille des sociétés de gestion en sous-entendant que cela provient d'une tendance à « copier » quelques sociétés *leaders*.

### **IV. A. Des échanges d'information trop limités pour entretenir des comportements d'imitation**

Or, les fonds ont en réalité très peu d'informations sur les décisions d'allocation de la concurrence. De façon générale, un fonds ne donne pas le détail de son portefeuille, même avec retard, ce qui n'a rien d'étonnant puisqu'il cherche à garder secret son procédé de

fabrication et le produit de ses investissements en informations. De surcroît, la nécessité de justifier ses choix, à l'occasion des *reporting*, oblige à afficher des « convictions », ce qui est contradictoire avec le principe de suivisme.

Il existe cependant quelques exceptions dont l'ampleur et la portée sont délicates à apprécier :

- un certain nombre de sociétés de gestion communiquent les premières lignes de leur portefeuille, mais il s'agit là d'une information de peu de valeur, car sur un segment donné ces lignes apparaissent spontanément dans les portefeuilles de tous les fonds concurrents.

- lors d'évènements particuliers sectoriels (crise sur un compartiment du marché) ou macroéconomiques, les sociétés de gestion communiquent leurs positions (sans forcément entrer dans les détails) à leurs grands clients pour les rassurer et/ou expliquer leurs anticipations. Ces indications plus ou moins précises peuvent alors être communiquées dans le cadre des discussions régulières que ces mêmes clients entretiennent avec les autres sociétés de gestion avec lesquelles ils sont en relation.

- ces échanges d'informations peuvent également se produire dans le cas de partage de mandats. Mais cela semble peu fréquent. En revanche, la plus grande rigueur qui accompagne le contrôle des fonds, donc la plus grande transparence qu'on leur demande peut amener leurs clients (en particulier les gestionnaires des fonds de fonds) à connaître plus précisément la composition de leur portefeuille. Dans la mesure où la gestion de ces fonds est plus risquée, les clients sont généralement incités à être plus exigeants avec les gérants, donc à leur demander plus fréquemment des comptes. Ce qui peut engendrer des « fuites » vers les autres gestionnaires.

- des sociétés affirment que des indiscretions peuvent également se produire par l'intermédiaire des *brokers*. Ce qui pose un problème dont la réalité est évidemment difficile à vérifier.

#### **IV. B. Des facteurs d'uniformisation des décisions**

Mais de l'avis de la grande majorité des enquêtés, ces exceptions ne sont pas de nature à provoquer du mimétisme au sens strict du terme. En fait, s'il existe des corrélations dans les opérations ou dans les résultats des sociétés de gestion, ce n'est pas qu'elles « copient » leurs décisions d'allocation, c'est plutôt qu'elles réagissent de façon semblable aux informations qui leur parviennent. Ce n'est donc pas qu'elles alignent leurs comportements les unes sur les autres, c'est que leur perception de l'information et leurs



règles de décisions sont très proches. Cela est dû à différents facteurs qui uniformisent leur processus d'allocation.

#### *IV. B.1. Le poids de l'information commune*

Il existe, en premier lieu, une relative similitude entre les sources et les méthodes de traitement des informations pertinentes. Il est vrai que la concurrence entre les équipes, les modèles et les techniques utilisées est très forte, ou vécue comme telle. Mais il n'empêche que les uns et les autres ne sont pas fondamentalement différents. Les outils disponibles à un moment donné sont identiques. La formation des concepteurs et des utilisateurs de ces outils est globalement la même. De plus, la circulation des compétences entre les sociétés tend naturellement à homogénéiser les pratiques.

Pour ce qui est de l'information, les bases de données disponibles (par exemple *Bloomberg* ou *Datastream*) sont en nombre très limité. Et par ailleurs, un grand nombre de sociétés de gestion utilisent la recherche externe provenant des *brokers*. Indépendamment des biais qu'elle peut comporter, le simple fait qu'elle soit largement utilisée provoque une uniformisation des comportements.

Plus généralement, diverses études ont montré qu'il existait un phénomène de mimétisme chez les analystes financiers<sup>130</sup>. Un tel comportement s'explique par des arguments semblables à ceux que l'on évoque à propos des sociétés de gestion : volonté de ne pas porter atteinte à sa réputation, ou à sa rémunération ... A cette différence près que les analystes financiers ont un parfait accès aux avis de leurs collègues ou concurrents<sup>131</sup>. Ce qui rend alors possible l'alignement des uns sur les autres. La similitude des décisions des sociétés de gestion pourrait donc être pour partie le reflet du mimétisme des analystes financiers.

Toutefois, une société nous a présenté un travail consacré à la recherche d'analystes *leaders*. La question était de savoir s'il existait des analystes dont les avis ont une influence significative sur les cours. Le résultat de l'étude était assez décevant, car s'il parvenait à détecter des effets de cet ordre sur de courtes périodes, la relation n'était pas stable au-delà de 12 mois. Le mimétisme, au niveau des analystes financiers, serait donc plus le produit d'alignements mutuels de leurs avis que de comportement de suivisme.

---

<sup>130</sup> Cf. par exemple Welch I. [1999] « Herding Among Security Analysts », *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 369-396.

<sup>131</sup> On parle ici des analystes extérieurs aux fonds eux-mêmes et particulièrement des « *sell sides* ».

#### *IV. B. 2. Les contraintes de la gestion benchmarkée*

Dans la mesure où la performance est évaluée (et rémunérée) par rapport à des *benchmarks* assez semblables, il est bien évident que la composition de portefeuilles ne peut être très différente d'un fonds à l'autre. L'apparent mimétisme n'est alors que le produit des contraintes que la relation d'agence fait peser sur l'allocation. Parce que les exigences du contrôle conduisent à fixer des objectifs peu différenciés, les choix d'actifs peuvent donner l'impression de décisions concertées ou contrefaites d'un fonds à l'autre. Ce phénomène concerne particulièrement la gestion indicielle.

Mais plusieurs considérations viennent affaiblir ce phénomène. D'abord, les gestionnaires disposent de la liberté que leur confère la *tracking error* et celle-ci a eu tendance à s'accroître durant ces derniers temps. Les investisseurs institutionnels ont, en effet, cherché à susciter des gestions plus dynamiques, acceptant de prendre un peu plus de risque. Certains se plaignent même de la trop grande frilosité des gestionnaires les amenant à coller trop étroitement au *benchmark*. Dans le même sens, le développement de la gestion *core/satellite* a donné plus de latitude aux sociétés relevant de la poche satellite. C'est-à-dire que cette évolution a stimulé la recherche d'information originale, l'analyse de valeur, les stratégies de *stock-picking* et finalement les « boutiques ».

La montée de la gestion alternative participe aussi de ce mouvement même s'il est difficile d'en traiter globalement. Pour une bonne part cela se traduit, en effet, par une recherche de décorrélation. Et plus généralement, cela revient à tirer parti d'anomalies de valorisation ou à anticiper mieux que le marché des évolutions de cours. Dans tous les cas, il s'agit donc de se différencier des autres investisseurs, ce qui est le contraire du mimétisme. Sans que cela signifie que la gestion alternative soit stabilisante. D'autres arguments peuvent expliquer les corrélations observées entre les rendements des *hedge funds* et leurs styles de gestion durant certaines périodes (faible liquidité des actifs en portefeuille, événements mal anticipés, réduction des opportunités d'arbitrage ...) <sup>132</sup>. Mais en l'occurrence, ces corrélations (qui inquiètent les autorités monétaires) ne semblent rien avoir à faire avec le mimétisme.

---

<sup>132</sup> Cf. Boyson N., C. Stahel et R. Stulz (2006), « Is There Hedge Fund Contagion ? », *NBER Working Paper*, 12090.  
Cf. aussi le n° de juin 2006 de la *Financial Stability Review* de la BCE, pp. 133-142.

### ***IV. B. 3. Les contraintes de la réglementation***

Il semble que les contraintes réglementaires puissent être aussi responsables de l'uniformité des comportements. Parmi les interlocuteurs rencontrés, plusieurs ont mis en cause la « sur-réglementation » française en l'accusant de contraindre excessivement les stratégies (donc les performances, de provoquer du mimétisme et de peser sur la liquidité du marché). En particulier, dans la gestion alternative les critères de l'AMF auraient pour conséquence de restreindre l'ensemble des fonds éligibles et donc la composition des fonds de fonds<sup>133</sup>.

La comparaison des réglementations nationales et de leurs conséquences n'entraîne pas dans les objectifs de notre étude. Mais plusieurs interlocuteurs ont fait état de différences entre pays susceptibles de conduire à des comportements différents en ce domaine. Il a notamment été dit que le mimétisme était plus développé en Italie du fait des obligations de transparence imposées aux fonds de pension qui sont tenus de communiquer des informations assez précises sur leur portefeuille qui peuvent être exploitées. En revanche, la liberté plus grande dont disposent les sociétés de gestion en Suisse amènerait plus de diversité dans les décisions d'allocation.

### **IV . C . Le mimétisme est plutôt le fait des investisseurs finals**

En définitive, si nos interlocuteurs réfutent la possibilité de (et peut être aussi l'incitation à) copier la composition des portefeuilles des concurrents, ils conviennent que les sociétés de gestion se surveillent étroitement quant à leur offre de produits. Certaines ont mis en place des cellules d'observation (des observatoires de la concurrence) pour mieux connaître et anticiper les tendances de l'offre et de la demande dans l'industrie. C'est une façon d'organiser la collecte d'information, notamment auprès des commerciaux, pour anticiper les évolutions des choix d'investissement. C'est donc plutôt à ce stade, c'est-à-dire celui de la conception et du *marketing* des produits, que l'on peut identifier des suiveurs et des meneurs.

---

<sup>133</sup> Ajoutons que l'entrée dans bon nombre de fonds (notamment les plus attractifs) n'est plus possible. De sorte que le nombre limité de fonds ouverts restreint encore les opportunités de différenciations pour les fonds de fonds.

Cela s'explique par l'intensité de la concurrence mais aussi par le caractère versatile des choix des investisseurs (qui concerne aussi bien les institutionnels que les particuliers). On sait que le phénomène a été très sensible à la fin des années 90, avec l'engouement pour les fonds constitués de valeurs technologiques. Aujourd'hui, il touche les styles de gestion, dans le secteur de l'alternatif. On peut citer divers exemples de polarisation à moment donné des capitaux sur certains types de *hedges*, à la suite de bonnes performances observées. On retrouve actuellement le même genre de phénomène avec les fonds de *private equity* ou d'investissement socialement responsable.

En l'occurrence, l'offre ne fait que répondre aussi vite que possible aux déplacements de la demande. La question n'est donc pas de chercher à imiter les décisions d'allocations des concurrents, mais plutôt d'accompagner (et éventuellement de précéder) des choix de placements qui se focalisent, à un moment donné, sur des types d'actifs ou des styles de gestion particuliers. Ce qui revient à dire que le mimétisme est le fait des investisseurs finals plutôt que des sociétés de gestion.

# **ANNEXES**

## **Annexe 1**

### **LISTE DE NOS INTERLOCUTEURS**

#### **Sociétés de Gestion**

##### *En France*

Amiral Gestion

AXA Investment Managers

BNP Paribas Asset Management

Crédit Agricole Asset Management

Crédit Suisse Asset Management

Dexia Asset Management

DWS Investments

ECOFI Groupe Coopératif

Edmond de Rothschild Asset Management

EIM France

Financière de l'Echiquier

Fortis Investissement

Franklin Templeton Investments

Groupama Alternative Asset Management

GT Finance

HDF

HF Alternative Investments

HSBC Investments

IXIS Asset Management

Louvre Gestion

MMA Finance

Moneta Asset Management

Olympia Capital Management

Pioneer Investments  
Richelieu Finance  
Rothschild et Compagnie Gestion  
Société Générale Asset Management  
Union Bancaire Gestion Institutionnelle  
Unigestion Asset Management

***En Allemagne***

Dexia Asset Management - Allemagne  
Invesco - Allemagne

***En Belgique***

De Groef Asset Management (DIAM) - Belgique  
Fortis Investment - Belgique  
ING Investment Management - Belgique  
Invesco - Belgique

***En Italie***

Crédit Suisse Asset Management - Italie  
Dexia Asset Management - Italie

***Au Royaume-Uni***

HSBC Investments - Royaume - Uni

***En Suisse***

Banque Cantonale Vaudoise - Suisse  
Crédit Suisse Asset Management - Suisse  
Dexia Asset Management – Suisse  
Union Bancaire Privée - Suisse

## **Consultants**

Amadeis

Associés en Finance

Bfinance

Fixage

Hewitt Associates

JAM Research

Mercer Investment Consulting

## **Investisseurs institutionnels**

AF2I

FRR

GIE AGIRC-ARRCO



## Annexe 2

### QUESTIONNAIRE POUR LES ENTRETIENS

L'objectif de ce questionnaire est de mettre en lumière la nature précise des relations qui s'établissent entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion auxquelles ils délèguent la gestion de leurs fonds. Il s'agit plus précisément d'analyser dans quelle mesure les modalités de contrôle et les contraintes imposées par les investisseurs finaux aux sociétés de gestion influencent leur mode de gestion et les conduisent à adopter des comportements affectant la liquidité ou la volatilité des marchés.

#### 1/ PRESENTATION GENERALE DE LA SOCIETE DE GESTION

##### ▪ Le profil de votre société

- Quel est le type d'agrément de votre société ?
- Quelle est la taille de l'actif sous gestion (cf. Tableau A1) ? Sous quelle forme gérez-vous les fonds des investisseurs institutionnels (fonds ouverts ou fermés, mandats) ?
- Quelle est la nature de votre clientèle (mutuelles, entreprises, caisses de retraite...) ?  
Quel est le poids de la clientèle institutionnelle dans le total de votre clientèle ?
- Quelles sont les classes d'actifs sur lesquelles vous intervenez ? Quelle est la nature de vos produits (monétaires, titres à revenu fixe, actions, alternatifs...) (cf. Tableau A2) ?  
Proposez-vous des produits alternatifs ? Si oui, comment se répartit votre activité entre gestion traditionnelle et gestion alternative (ce segment est-il en progression, effet de mode ou tendance structurelle) ?
- Appartenez-vous à un groupe ou pratiquez-vous le métier de la gestion d'actifs de façon indépendante ? Quelle est la structure de votre société de gestion (centralisée, éclatée, spécialisée par pôles géographiques ou classes d'actifs) ?
- Vous distinguez-vous par une philosophie d'investissement particulière ?
- Avez-vous un code de bonne conduite ?

### ▪ L'environnement concurrentiel

- Quel est l'état de la concurrence sur le type de produit que vous proposez ? Est-elle plus intense ? Quels sont vos principaux concurrents ?
- Quel est l'impact de la concurrence sur votre activité de gestion (baisse des frais, création de mode de produits, professionnalisation de la filière....) ?
- Quel a été l'impact de la directive UCITS sur votre activité ?

## 2/ LE CHOIX DE LA SOCIETE DE GESTION PAR L'INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL

### ▪ La gestion dédiée

- L'attribution des fonds se fait-elle par appel d'offres (avec des équipes dédiées) ?
- Comment se répartit la gestion des fonds des investisseurs institutionnels entre fonds dédiés, ouverts et mandat de gestion ?
- Quels éléments principaux mettez-vous en avant pour obtenir la gestion des fonds des investisseurs institutionnels (adaptation aux demandes des investisseurs, régularité et qualité du *reporting*, clarté et transparence de la politique et du processus de gestion et de maîtrise de risques, outils de gestion des fonds, performances antérieures, spécialisation sur certains actifs...) ?
- En quoi la commercialisation des fonds a-t-elle évolué ces dernières années ? Etes-vous plutôt producteur et / ou distributeur de fonds ? Commercialisez-vous exclusivement des fonds « maison » ou également des fonds externes ? En quoi le métier de la multigestion est-il spécifique ? Pourquoi cherchez-vous à distribuer des fonds externes ? Est-ce une tendance marquante (tendance à l'architecture ouverte...) ?
- Quelle relation entretenez-vous avec vos partenaires :
  - Votre banque de rattachement et son réseau commercial ?
  - Vos distributeurs ?
  - Vos autres partenaires (multigérants de fonds de fonds, autres sociétés de gestion avec lesquelles s'établissent des partenariats...) ?
- La personnalité de votre gérant ou de votre équipe de gérants a-t-elle eu une importance particulière dans le choix de votre société par votre clientèle ?
- Dans quelle mesure votre société respecte-t-elle les normes GIPS ?

## ▪ Les relations entre l'investisseur et la société de gestion

### - Caractéristiques générales

- Quel type d'obligation (commercial, réglementaire, conseil, informatif) vous lie à l'investisseur final ? La gestion des fonds dédiés ou sous mandat est-elle devenue plus contraignante (limites en matières de détention d'actifs ou de stratégies de placement, règles de diversification, suivi des stratégies de placement...) et plus spécialisée au cours des dernières années (gestion *core-satellite*) ?

- Pour quelle durée les fonds vous sont-ils confiés en moyenne ? Sur quelles bases repose le renouvellement et comment s'explique le non-renouvellement de la délégation des fonds à une même société de gestion ?

### - La définition des performances :

- Le mandat de gestion affiche-t-il clairement un objectif de performance ? La performance attendue est-elle ajustée par rapport au risque ? La performance est-elle mesurée en termes relatifs ou en termes absolus ? Gérez-vous de manière *benchmarkée* (cf. Tableau A3) ?

- En cas de référence à un *benchmark*, par qui et comment celui-ci est-il suggéré ? Une *tracking error* est-elle définie *ex ante* ? Est-ce que la marge de déviation autorisée par rapport au *benchmark* a eu tendance à augmenter ou à diminuer au cours des dernières années ?

### - La définition de l'allocation :

- Le mandat définit-il un *benchmark* en matière d'allocation d'actifs ? L'allocation est-elle définie étroitement avec l'investisseur institutionnel ? Des consultants ont-ils collaboré activement à la définition de l'allocation ?

### - La rémunération de votre société par l'investisseur final :

- De quelle façon l'investisseur rémunère votre société de gestion ? La rémunération est-elle définie exclusivement en fonction de la taille du mandat ou également en fonction des performances ? Suivant quelle répartition ?

- Si tel est le cas, celle-ci l'est-elle en termes relatifs ou absolus ?

## ▪ Le contrôle de la gestion

### - Le contrôle dans le cadre du mandat : le *reporting*

- Selon quelle régularité devez-vous remettre un rapport de gestion ?

- Quelles sont les informations qui doivent figurer dans le *reporting* ?

- La délégation de la gestion est-elle totale ou avez-vous l'impression de devoir communiquer ou justifier vos choix auprès des investisseurs institutionnels ? Peut-on parler de contrôle implicite ? Certains acteurs sont-ils plus désireux d'obtenir que d'autres des informations sur vos choix d'allocation ? Leur « pression » est-elle plus forte sous l'influence de la concurrence ?

- Les autres acteurs du contrôle :

- Comment s'effectue l'évaluation de votre société par les agences de notation ? Cette information est-elle jugée comme importante par votre clientèle ?

- Des consultants extérieurs évaluent-ils les performances et les processus de gestion de votre société ?

- Les classements des fonds en t-1 influencent-ils les encours sous gestion en t ?

### **3/ ORGANISATION INTERNE DE LA SOCIETE DE GESTION**

▪ Le recrutement des gérants par la société de gestion :

- Quels sont vos principaux critères de recrutement (formation, âge, style, personnalité et réputation des gérants, palmarès implicite, performances passées) (cf. Tableau A4),

- Pour les gérants « maisons », quels éléments mettez-vous en avant ? Y a-t-il un profil « type » ? Y a-t-il beaucoup de *turnover* dans vos équipes ?

- Lors de la sélection de gérants externes, quels sont vos principaux critères (*due diligence* qualitative et quantitative, assez proche de la sélection de gérants de *hedges*) ? Ces critères sont-ils différents suivants le type de produits ? Quels éléments vous poussent à ne plus faire appel à des gérants externes avec lesquels vous avez déjà travaillé (sous performance...) ?

- Des consultants extérieurs participent-ils à la sélection des gérants ? Ont-ils leurs propres critères ?

▪ Le mode de rémunération des gérants

- La rémunération du gérant est-elle définie en fonction des performances ? Si oui, la rémunération est-elle définie de manière absolue ou relative ? Les sur-performances et sous-performances sont-elles prises en compte de manière symétrique dans la rémunération ? Pouvez-vous donner des informations précises sur la part du salaire qui

relève de la performance ? Pensez-vous qu'une plus grande prise en compte de la performance dans la rémunération serait plus incitative ?

- L'ancienneté, le travail d'équipe et l'expérience professionnelle des gérants jouent-ils un rôle dans leur rémunération ? Selon quelle règle la rémunération est-elle répartie au sein de l'équipe de gérants ?

▪ Les outils de la décision et les choix d'investissement du gérant

- Les outils techniques :

- La gestion du portefeuille s'effectue-t-elle suivant des processus normalisés ? Ces processus diffèrent-ils suivant le type de produit (gestion de taux, actions) ?

- Quelles sont les principales sources d'information utilisées par les gérants pour sélectionner les titres du portefeuille ? Existe-t-il un service recherche propre fournissant aux gérants une aide à la décision ? L'opinion de l'équipe a-t-elle beaucoup de poids ? Son influence dépend-elle du type de produit ?

- L'environnement extérieur :

- Les gérants de portefeuille disposent-ils d'informations sur les stratégies choisies par les équipes concurrentes en cas de partage par lots du mandat ? Dans quelle mesure cela conditionne-t-il leurs propres stratégies d'investissement ?

- Existe-t-il des sociétés réputées « meneuses » et des sociétés réputées « suiveuses » ? Dans quelle catégorie vous situez-vous ?

<b>Année</b>	<b>Volume d'actifs sous gestion</b>
2001	
2002	
2003	
2004	
2005	

**Tableau A1. Taille des actifs gérés**

<b>Classe d'actifs</b>	<b>Sous quelle forme les actifs sous gestion sont-ils actuellement investis dans votre société ? (en pourcentage de l'actif sous gestion)</b>	<b>Comptez-vous augmenter ou diminuer la part de chaque classe d'actifs?</b>
Monétaires		
Titres à revenu fixe - Obligations gouvernementales - Obligations privées		
Actions - Grandes capitalisations - Petites capitalisations		
Fonds de fonds		
Autres		
Total de l'actif sous gestion		

**Tableau A2. Type d'actifs sous gestion en 2004**

<b>Critères retenus pour la mesure de la performance</b>	<b>Note de 1 à 5 pour la gestion collective</b>	<b>Note de 1 à 5 pour la gestion alternative</b>
Performance absolue		
Performance relative à un <i>benchmark</i>		
Performance relative à une classification extérieure		
Performance relative à une <i>tracking error</i>		
Performance fonction de plusieurs paramètres		
Autres		

**Tableau A3. La mesure de la performance**

<b>Critère de sélection des gérants</b>	<b>Merci de noter de 1 ( critère peu important) à 5 (critère fondamental)</b>
Formation	
Âge	
Style de gestion	
Réputation	
Personnalité (préciser)	
Palmarès implicite	
<i>Rating</i>	
Performance antérieure	
Capacité à contrôler les risques	
Qualité du <i>reporting</i>	
Stabilité au sein d'une équipe	
Rémunération exigée	
Contact avec la clientèle	

**Tableau A4. Critères de sélection des gérants**

## **Annexe 3**

### **GUIDELINE FOR INTERVIEWS**

The goal of our study is to examine the relationship between institutional investors and asset management firms in the light of the principal-agent relationship concept. More precisely, we aim at analysing how controls and investment constraints imposed by institutional clients affect the behaviour of asset management firms and, consequently, the liquidity and the volatility of financial markets.

#### ***1/GENERAL INFORMATION ABOUT YOUR COMPANY***

##### **▪ Characteristics of your company**

- What is the legal statute of your company?
- What is the size of the asset under management?
- What is the share of institutional clients in your total business?
- Who are your main institutional clients (pension funds, insurance companies...)?
- In which asset classes do you mainly operate?
- What is your investment philosophy?
- What are the main principles of your code of ethics?

##### **▪ Competitive and regulatory environment**

- How is the competition in your market?
- Has the UCITS directive affected your activity?

#### ***2/YOUR RELATIONSHIPS WITH INSTITUTIONAL INVESTORS***

##### **▪ Invitations to tender**

- What is the proportion of mandates you obtained through invitations to tender? What is the share of pooled mandates and of segregated mandates?

- What are the main selling points (the adaptation to client needs, the quality of reporting, the transparency of management process, the control of risk, past performances...)? Does the personality of your manager(s) matter for institutional clients?



▪ **The content of mandates**

- General questions
  - Have mandates become more stringent during the last years? If so, is it due to the regulator or to institutional clients?
  - What is the average length of a mandate? What are the main reasons for client withdrawal?
- The definition of performances:
  - Does your company respect the GIPS standards?
  - Do mandates define an *ex ante* performance guarantee? Is the expected performance adjusted for risk? Is the performance measured in absolute or in relative terms? How and by who is the benchmark defined? Is your management benchmarked?
  - Do mandates define an *ex ante* tracking error?
  - On average, has the tracking error risen or decreased during the last years?
- The definition of asset allocation
  - Do mandates define a benchmark on asset allocation?
- The fee structure:
  - Do fees exclusively depend on the size of asset under management or also on performance? In case of performance based fees, are they defined in absolute or in relative terms?

▪ **The control of the management**

- The reporting
  - What is the regularity of the reporting?
  - What kind of information does the report contain?
- The other actors of monitoring:
  - Is your company assessed by a rating agency?
  - Is it evaluated by external consultants?

***3/THE INTERNAL ORGANIZATION OF YOUR COMPANY***

▪ **The selection of fund managers and the compensation structure**

- On what criteria do you select fund managers (education, age, personality, past record...)?

- Is fund manager compensation performance-based? If so, is it based on absolute or on relative performance? Are overperformance and underperformance taken into account symmetrically?

- According to you, what are the pros and the cons of a performance-based compensation?

- Does the remuneration also depend on other factors (age, professional experience or engagement in client relationships...)?

▪ **The investment tools**

- Technical tools

- Is the investment process strongly formalized?

- What is the main information used by fund managers for portfolio construction?

- Do you have a research team? Do you resort to quantitative analysis?

- Are investment decisions taken individually or on a team basis?

- Market trends

- Do your managers have information about the investment decisions taken in other asset management firms? If so, does this information influence their own decisions?

- In the market, are there some asset management companies that can be considered as « leaders » or as « followers »? Which category do you belong to?

## **TROISIEME PARTIE**

### **Etude empirique appliquée au cas des OPCVM- actions de droit français**

Dans la première partie de ce rapport, nous avons vu qu'une des caractéristiques fondamentales de la relation de délégation de gestion de portefeuille tient au fait que l'investisseur est dans l'impossibilité de contrôler les décisions que prend son gérant de portefeuille, en particulier en matière de risques. Le comportement de prise de risque des gérants de fonds de placement est donc au cœur des interrogations qui se posent quant au caractère optimal de la relation de délégation de gestion de portefeuille.

Nous avons vu que des incitations implicites découlent du fait que les gérants sont rémunérés en pourcentage de l'actif géré, alors qu'il existe une asymétrie à la hausse et à la baisse dans la relation entre l'attractivité des fonds et leurs résultats passés : les fonds les plus rentables attirent les capitaux alors qu'on n'observe pas de baisse significative de l'actif géré par les fonds les moins performants (Ippolito (1992), Sirri et Tufano (1998) Chevallier et Ellison (1997) entre autres). Dans une telle configuration, la rémunération du gérant n'est liée (positivement) aux rendements du portefeuille géré, que lorsque ceux-ci sont positifs, ou supérieurs au *benchmark*. Elle s'apparente donc au profil de gain d'une option de type *call*. Or ce type de profil de rémunération est supposé être à l'origine de manipulation du risque du portefeuille de la part des gérants.

Depuis l'article de Brown, Harlow et Stark (1996) (noté BHS par la suite), cette question fait l'objet d'un intérêt croissant. Selon l'hypothèse dite du « tournoi », les gérants des fonds les moins bien placés en début d'année en terme de rentabilité auraient une incitation à accroître le risque de leur portefeuille, tandis que les gérants des fonds les plus performants tenteraient de conserver leur position. Toutefois, si cette hypothèse avait été initialement validée par BHS sur données mensuelles américaines sur la période 1980-1991, des travaux empiriques plus récents semblent remettre en cause ces premiers résultats. Busse (2001) utilise des données quotidiennes cette fois entre 1985 et 1995 et trouve que les fonds dont les rentabilités en première partie de l'année sont supérieures à la moyenne prennent plus de risque en fin d'année que les perdants. Chevallier et Ellison (1997) ont par ailleurs montré que les fonds « gagnants » ont plus d'incitations à augmenter leur risque en fin d'année que les autres. Enfin, Goriaev, Palomino et Prat (2002), alors même qu'ils montrent dans un modèle théorique que, dans une compétition à deux acteurs, ce sont les perdants qui vont hausser leur niveau de risque, testent empiriquement cette hypothèse au sein des 10% des fonds les plus performants, et trouvent qu'il y a effectivement une tendance de ces fonds à accroître le risque de leur portefeuille.

Plus récemment, Jans et Otten (2005) sur données britanniques, s'ils confirment l'existence d'un effet tournoi sur la période 1989-1996 (qui comprend celle couverte par BHS), aboutissent encore à une conclusion opposée sur la période récente. Entre 1996 et 2003 ce sont les meilleurs fonds qui accroissent plus leur risque en fin d'année. Enfin, un travail de Lin, Chung et Lee (2004) met en évidence le fait que le niveau de rentabilité en début d'année influence significativement et positivement l'augmentation du risque en fin d'année, lorsque le marché est haussier seulement.

Sur le plan théorique plusieurs arguments peuvent être avancés qui pourraient justifier une modification du risque pris par un groupe de gérants donné.

- Pour les fonds les moins performants, l'argument traditionnel du tournoi indique une prise de risque plus grande visant à remonter dans le classement. Toutefois, en situation critique (en cas de pertes prolongées), l'argument des préoccupations de carrière (licenciement si disparition du fonds) peut au contraire inciter à limiter le risque.

- Pour les fonds les plus performants, Taylor (2003), dans un modèle prenant en compte les interactions stratégiques entre gérants de fonds, montre que si les meilleurs fonds ne connaissent pas la structure de portefeuille de leurs compétiteurs, et anticipent rationnellement que ces derniers vont tenter de les rattraper en fin d'année, ils ont une probabilité plus forte d'augmenter le risque de leur portefeuille, et ce d'autant plus que la rentabilité attendue est forte (donc que le marché est haussier) et que la volatilité est faible. On évoque en parallèle un phénomène psychologique bien connu de la finance comportementale : l'excès de confiance ou *overconfidence*<sup>134</sup> qui les mènerait, suite à de bonnes performances relatives, à des prises de risque excessives. Enfin,

L'objectif de ce travail est pour la première fois à notre connaissance dans le cas français, de décrire les comportements de prise de risque des OPCVM actions de droit français sur la période 1999-2004. Nous disposons pour cela de données originales qui donnent, pour l'ensemble des fonds, la composition titre par titre du portefeuille à chaque fin de trimestre. Ces données ne sont pas sujettes au biais du survivant<sup>135</sup> puisque tous les fonds ayant existé sur la période sont présents. Notre démarche a ceci de particulier que nous incluons - au contraire de l'ensemble des travaux qui ont été faits jusque là - des fonds diversifiés internationalement, et pas seulement des fonds spécialisés sur les actions

---

<sup>134</sup> Le concept d'excès de confiance a été démontré par de nombreuses expériences qui attestent que les individus surestiment leurs capacités, leur savoir, ainsi que la précision de leurs informations. Voir par exemple Barberis et Thaler (2003)

<sup>135</sup> Ce biais est présent chez BHS et Chevallier et Ellison (1997) en particulier. Comme les fonds qui disparaissent ont de fortes chances dans les années qui précèdent leur disparition d'être dans la classe des fonds les moins rentables, leur absence pourraient masquer selon BHS d'éventuels effets de tournoi.

françaises. De ce fait nous sommes amenés à intégrer dans nos calculs des effets liés à la diversification internationale (en particulier des covariances des indices entre les différents marchés) et à corriger le calcul pour prendre en compte le risque de change.

Par ailleurs, notre mesure du risque diffère des travaux menés jusque là : tandis que la plupart des travaux s'intéressent à l'évolution de la variance des rendements du portefeuille global, nous concentrons notre analyse sur l'évolution du *bêta* du portefeuille d'actions et assimilées. Ce travail sur les *bêtas* individuels des titres nous permet de distinguer ce qui dans leur variation, résulte d'une rotation (achat ou vente de titres pour faire varier le *bêta* global) de ce qui est lié à l'inertie du portefeuille.

Après avoir présenté les données (II), nous exposons la méthode utilisée (III), puis les résultats obtenus (IV).

## I. LES DONNEES

Depuis 1999, les OPCVM de droit français ont obligation de déclarer leur portefeuille titre à la Banque de France au dernier jour de chaque trimestre. La Banque de France nous a fourni des données rendues anonymes concernant les OPCVM actions, qui autorisent le suivi des 1960 fonds de ce type qui ont existé à un moment où à un autre sur la période de 27 trimestres entre mars 1999 et septembre 2005. On dispose de la photographie du portefeuille titres de ces fonds, qui correspond sur l'ensemble de la période étudiée à 2211416 lignes de portefeuille, qui nous informent sur le titre<sup>136</sup> (nature, pays, monnaie), sur son *bêta*<sup>137</sup> et sur sa rentabilité au cours du trimestre. Sur des données croisant les fonds individuels et les points du temps, nous disposons à cette étape de 30302 observations que nous appelons OPCVM-trimestres. Pour chacune de ces observations nous connaissons le taux de croissance de la valeur liquidative du fonds depuis le trimestre précédent.

Après un nettoyage initial du fichier qui est décrit en annexe 1, nous nous sommes fixés un certain nombre de contraintes qui visent à garantir un calcul représentatif du *bêta*. Le calcul du *bêta* ne concerne que la part du portefeuille (que nous appelons par la suite le portefeuille-actions) qui est placée en actions ou en OPCVM (à l'exclusion des OPCVM monétaires, ou obligataires). Mais pour certains de ces titres, les *bêtas* ne sont pas disponibles. De plus, nous ne connaissons l'indice du marché dans lesquels ils sont cotés,

---

<sup>136</sup> Les titres aussi ont été rendus anonymes.

<sup>137</sup> Les *bêtas* ont été collectés par la banque de France sur la base Datastream et sont calculé par rapport à un indice du marché du pays sur lequel est coté le titre. Nous avons pu obtenir la liste pour les 29 pays qui nous intéressent, et nous procurer sous Datastream les valeurs des indices en question..

que pour 29 pays—dont on trouvera la liste en annexe- qui représentent en moyenne 98.0% du portefeuille des OPCVM. Or ces deux informations sont indispensables, comme nous le verrons, pour calculer le *bêta* moyen du portefeuille. Nous décidons de ne conserver les observations que si nous disposons de l'information (*bêta* individuel, et marché appartenant au groupe des 29 pays retenus) pour des titres représentant plus de 80% du portefeuille actions et assimilées. Enfin, comme notre démarche vise à examiner le comportement de prise de risque en fin d'année compte tenu de la position en termes de rentabilité des fonds en début d'année, nous devons ne conserver les observations trimestrielles d'une OPCVM que si elle est présente dans le fichier pour l'année entière, ce qui oblige en particulier à exclure l'année 2005, incomplète.

Au total, les *bêtas* des OPCVM sont donc calculés sur un échantillon comprenant 1273 OPCVM et 16652 OPCVM trimestres. Il faut noter que les contraintes que nous nous sommes imposées aboutissent à une sélection beaucoup plus sévère sur les premiers points de l'échantillon (nous perdons plus de la moitié des OPCVM en 1999 par exemple, alors qu'on n'en perd plus que 20% environ à partir de 2003). Comme les *bêtas* non disponibles concernent essentiellement des actions étrangères, nous aboutissons à une sur-représentation très forte des OPCVM spécialisées en actions françaises sur les premiers points de l'échantillon. Ce biais se réduit cependant très nettement au cours du temps. Or, l'examen de la structure globale du portefeuille montre que la structure moyenne n'est pas affectée par le tri que nous avons mis en oeuvre. Enfin, nous avons mené la démarche présentée dans cet article en abaissant le seuil imposé de 80% à 65%, ce qui entraînait une sélection bien moins drastique. Nous obtenons alors les mêmes conclusions que celles qui sont présentées plus bas.

Au total, nous disposons d'un échantillon de travail conséquent qui nous permettra en particulier de distinguer des sous-groupes au sein des fonds. La démarche que nous allons appliquer sur cet échantillon est décrite dans le point suivant.

## II. LA METHODE

### II. 1. La méthode de BHS

La plupart des travaux existants<sup>138</sup> utilisent une démarche initiée par l'article de référence en la matière : Brown, Harlow et Starks (1996). Ces auteurs séparent l'année en 2 périodes de M puis (12- M) mois, M pouvant prendre des valeurs entre 4 et 8, soit d'avril à août, l'idée étant de mesurer l'évolution du risque entre les deux sous périodes, et de voir si celle-ci est liée à la rentabilité relative du fonds en début d'année. Ils séparent donc les fonds en deux classes selon un critère de rentabilité tout d'abord. On distingue les 50% des fonds les plus performants sur la première partie de l'année, des 50% les moins rentables sur la même période. Dans un second temps, on distingue les fonds selon un critère d'évolution du risque du portefeuille (mesuré par le rapport entre l'écart-type des rendements sur le 12-M derniers mois et celui des rendements sur les M premiers mois), qui sépare les 50% des fonds ayant le plus augmenté le risque des 50% restants.

Un tableau de contingence est construit en croisant les deux critères de rentabilité et d'évolution du risque, et un test du  $khi^2$  d'indépendance est réalisé. L'hypothèse nulle (remplissage égal des quatre cases du tableau avec 25% des effectifs) traduit le fait que l'évolution du risque en fin d'année n'est pas liée au niveau de rentabilité en début d'année. L'hypothèse de tournoi correspond à une configuration (que confirment effectivement BHS) dans laquelle la case croisant les fonds les moins performants en début d'année aux fonds ayant le plus augmenté leur risque est trop remplie par rapport à l'indépendance (son effectif dépasse de façon significative les 25%).

### II. 2. Notre mesure d'évolution du risque

Ce type de calcul pose problème compte tenu des données dont nous disposons : ce sont en premier lieu des données trimestrielles : le calcul d'un écart-type des rendements sur 1 (si nous choisissons d'examiner le prise de risque sur le dernier trimestre relativement aux 3 premiers) 2 ou 3 points est impossible<sup>139</sup>. Pour des raisons de disponibilité des

---

<sup>138</sup> Certains travaux utilisent la technique de la régression pour expliquer l'évolution du risque en fin d'année, ce qui fera l'objet d'un travail futur sur ces données.

<sup>139</sup> Pour les mêmes raisons, nous ne pouvons pas, contrairement à ce qui est fait dans la plupart des travaux empiriques cités en introduction, traiter le problème d'un éventuel effet de pratiques de *window dressing* en



données nous devons donc nous limiter à une mesure du risque systématique : le *bêta* global du portefeuille action de l'OPCVM calculé à partir du *bêta* des actions ou des titres assimilés pour lesquels l'information est disponible<sup>140</sup>. Cette contrainte n'est pas fondamentalement gênante : le *bêta* des fonds d'investissement donne une très bonne indication de leur prise de risque dans la mesure où leur portefeuille est très diversifié par nature.

Toutefois, le calcul du *bêta* est lourdement compliqué par la présence dans les portefeuilles étudiés d'une part importante d'actions internationales pour lesquelles :

- il existe un risque de change,
- le *bêta* dont nous disposons a été calculé relativement au rendement d'un indice du marché sur lequel le titre est coté.

Nous développons en annexe la méthode utilisée pour remédier à ces deux problèmes, dont on trouvera le détail et les démonstrations en annexe 2. Pour chaque trimestre nous pouvons donc estimer le *bêta* moyen du portefeuille d'un fonds de placement, et observer son évolution dans le temps, pour la confronter aux questions posées plus haut et aux résultats obtenus dans la littérature.

La connaissance de la composition du portefeuille action de chaque OPCVM nous permet, de plus, de décomposer ici les sources de variation du *bêta*, pour comprendre en particulier si les variations de *bêtas* sont le fait d'une stratégie « active », c'est-à-dire résultant d'une rotation spécifique du portefeuille (recherche de titres à *bêtas* élevés ou faibles), ou seraient liés à la variation des *bêtas* de titres déjà en portefeuille.

Si nous nous intéressons à l'évolution du *bêta* entre la période t et la période t+1, on peut définir les notations suivantes pour un fonds donné :

$w_{t}$  : le poids en t des titres présents à la fois en t et en t+1 dans le portefeuille de ce fonds,

$w_{t+1}$  : le poids en t+1 dans le portefeuille des titres présents en t et en t+1,

$w_s$  : le poids des titres qui vont sortir dans le portefeuille entre t et t+1,

$w_e$  : le poids des titres qui sont entrés dans le portefeuille entre t et t+1.

Soient  $\beta_t$  et  $\beta_{t+1}$  les *bêtas* du portefeuille,  $\beta_t^R$  et  $\beta_{t+1}^R$  les *bêtas* moyens en t et t+1 des titres restants,  $\beta^E$  le *bêta* des entrants entre t et t+1 et  $\beta^S$  le *bêta* des sortants entre t et t+1.

---

éliminant le mois de décembre. Toutefois, dans les travaux en question, le fait de retirer le mois de décembre ne semble pas affecter de façon importante les résultats en matière de prise de risque.

<sup>140</sup> Les *bêtas* dont nous disposons ont été collectés par la Banque de France sur DATASTREAM.

En périodes t et t+1 nous avons :

$$\beta_t = wr_t \beta_t^R + ws \beta^S$$

et

$$\beta_{t+1} = wr_{t+1} \beta_{t+1}^R + we \beta^E$$

La variation du *bêta* se décompose alors en deux termes d'interprétation simple :

$$\beta_{t+1} - \beta_t = (wr_{t+1} \beta_{t+1}^R - wr_t \beta_t^R) + (we \beta^E - ws \beta^S)$$

Le premier terme (entre parenthèses) prend en compte la variation « passive » du portefeuille<sup>141</sup> c'est-à-dire celle qui résulte de la variation du *bêta* moyen des titres qui restent en portefeuille. Le deuxième terme de la relation capte les effets d'une stratégie « active » de la part du gérant du fonds : la variation du *bêta* est en effet liée à la rotation du portefeuille.

### II. 3. La démarche utilisée.

Notre méthode, et notre présentation se différencient de celle de BHS à plusieurs égards.

Tout d'abord dans la mesure où nous travaillons sur le risque de la seule composante action du portefeuille, nous nous devons au préalable de vérifier qu'il n'y avait pas d'effet sur le risque global du portefeuille lié à une recomposition de celui-ci visant par exemple à réduire ou augmenter la part des liquidités.

Ensuite, concernant le travail sur les *bêtas* le découpage en deux groupes de rendements (ou d'évolution du risque) nous paraît insuffisant : certains travaux (Elton, Gruber et Blake (2003) par exemple) montrent que le découpage doit être plus fin. Nous avons donc choisi de nous concentrer sur le comportement des extrêmes.

Nous calculons pour chaque année entre 1999 et 2004 la rentabilité<sup>142</sup> de chaque fonds sur le début de l'année. Nous nous intéressons aux deux quintiles extrêmes de la distribution des rentabilités des fonds sur les trois premiers trimestres : nous observons le comportement de prise de risque en fin d'année (au dernier trimestre) des 20% des fonds

---

<sup>141</sup> Le terme « passive » est à manier avec précaution : le fait qu'un gérant conserve par exemple des titres dont le *bêta* a augmenté est en soi une décision et relève d'une stratégie délibérée.

<sup>142</sup> En notant  $V_t$  la valeur liquidative (la valeur d'une part d'OPCVM) en t, la rentabilité entre t et t+1 est calculée comme  $\log(V_{t+1}/V_t)$ . Ce calcul suppose que les dividendes sont capitalisés et par conséquent sous-estime la rentabilité des fonds qui distribuent leurs résultats, information dont nous ne disposons pas dans ce fichier de données.

les plus performants, et des 20% des fonds les moins performants au cours des trois premiers trimestres de l'année en question<sup>143</sup>.

Nous opérons par ailleurs une distinction selon la tendance globale du marché au cours de l'année en cours. Taylor (2003) montre en effet que les comportements de prise de risque seraient liés à la conjoncture du marché. Or, la période sous revue est marquée par des phases très différentes. Dans un premier temps (l'année 1999) les marchés terminent une envolée débutée en 1996. Sur la période 2000 à 2002, on observe un climat boursier délétère consécutif à l'éclatement de la bulle internet, évènements qui ont été à l'origine d'une baisse considérable des marchés. Enfin la dernière période (2003, 2004) est celle de la reprise. Au total nous distinguons trois années (1999, 2003 et 2004) correspondant à un marché boursier haussier, et trois années (2000 à 2002) de marché baissier.

Dans chacune des configurations retenues, nous calculons la valeur du *bêta* au dernier trimestre de l'année, et sa variation par rapport au trimestre précédent<sup>144</sup>. Dans BHS, les classes correspondant à la plus forte (resp. faible) évolution de risque pouvait tout à fait inclure des fonds ayant en moyenne diminué (resp. augmenté) leur risque, mais moins que le reste des fonds. Ici, nous faisons clairement apparaître le niveau et le sens de variation du risque. Enfin, nous testons l'hypothèse nulle d'absence de variation du risque du portefeuille par un test d'égalité des *bêtas* aux troisième et quatrième trimestres. Ce test est effectué à partir d'une régression du *bêta* sur des variables indicatrices des 3 premiers trimestres, dans laquelle un test de Student est réalisé sur la nullité du coefficient associé au troisième trimestre.

### III. LES RESULTATS

Le risque du portefeuille d'une OPCVM peut varier soit parce que la répartition globale du portefeuille entre placements risqués et placements non risqués évolue (IV.1.), soit parce qu'au sein du portefeuille action la composition est modifiée de façon à rendre le portefeuille plus ou moins risqué (IV.2). Nous tentons enfin de comprendre en utilisant la décomposition des variations du *bêta* si celle-ci est liée à la rotation du portefeuille (IV.3).

---

<sup>143</sup> Dans un travail préalable, nous avons appliqué à la lettre la méthode de Brown, Harlow et Starks (1997) en distinguant toutefois 3 classes de rentabilité, et trois classes d'évolution du risque. Le test du  $\chi^2$ , qu'il soit effectué sur période totale ou sur chacune des sous-périodes retenues, aboutit à des conclusions proches, mais moins marquées que celles qui sont présentées ici.

<sup>144</sup> Cette présentation s'inspire d'un des tableaux présents dans l'article de Elton, Gruber et Blake (2003).

### III. 1. Evolution de la structure globale du portefeuille

Nous examinons dans un premier temps la possibilité que les gérants de portefeuille changent la structure globale du portefeuille en augmentant par exemple le poids des titres monétaires dans leur portefeuille lorsqu'ils désirent en diminuer le risque<sup>145</sup>. Nous distinguons ici dans les différents types de titres en portefeuille selon 3 classes de risque :

-les actions, OPCVM actions et produits dérivés<sup>146</sup> qui sont ici les produits les plus risqués,

-les obligations ou OPCVM obligations ou à fonds garanti qui représentent un niveau de risque intermédiaire,

- les bons du trésor, billets de trésorerie, certificats de dépôt et autres titres monétaires<sup>147</sup> correspondant à un niveau de risque faible.

Nous cherchons à voir s'il y a une modification du risque du portefeuille en fin d'année liée au niveau de performance du fonds sur le début de l'année. Nous calculons donc dans le tableau suivant la part des titres appartenant aux trois classes de risque, au début de l'année (T1 à T3) au dernier trimestre (T4) puis l'évolution entre les deux derniers trimestres. Ces résultats sont reportés dans le tableau 1.

Pour chacune des classes de risque et pour les trois groupes de fonds définis ici (tous, 20% les meilleurs, 20% les moins bons), les évolutions en fin d'année ne sont jamais significatives.

Nous opérons ensuite une distinction selon la tendance globale du marché au cours de l'année en cours. On ne trouve, sur chacune des configurations retenues, aucune évolution significative. On ne peut donc pas conclure à ce stade à une manipulation de la part des fonds -qu'ils soient bien ou mal placés en termes de rentabilité- de la structure globale de leur portefeuille titre.

---

<sup>145</sup> Nous avons au préalable examiné l'évolution en fin d'année du poids du portefeuille titre dans l'actif net. Ce poids ne semble pas varier de façon significative pour aucune des sous-catégories (de rentabilité ou en référence à la tendance du marché) retenues.

<sup>146</sup> Les produits dérivés ne sont pris en compte que lorsqu'ils correspondent à des encours positifs pour éviter des effets de compensation sur les encours négatifs. L'indicateur pris en compte sous estime donc le poids dans le portefeuille de ce type de produit. Cela étant nous nous intéressons ici à l'évolution et non au niveau de ces produits. De plus en valeur absolue, ils représentent en moyenne sur la période un poids inférieur à 0.02% de l'actif net des OPCVM.

<sup>147</sup> Cette classe correspond à la somme des titres déclarés dans les catégories de codes 03, 04, 05, 06, 07 et 09 de la nomenclature n°6 de l'annexe 7 de l'avis n°02-03 du 10 octobre 2002 du Directeur général des Etudes et des Relations internationales relatif aux états remis par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, que l'on peut trouver sur le site internet de la Banque de France.

Période totale	Actions et autres titres risqués (dérivés...)			Obligations et autres titres de risque moyen			Liquidités et autres titres faiblement risqués		
	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3
<b>Tous</b>	96.84%	96.85%	0.15%	0.70%	0.70%	-0.00%	2.40%	2.39%	-0.00%
<b>les 20% les plus performants</b>	96.05%	95.94%	-0.16%	0.88%	0.88%	0.00%	2.99%	3.11%	0.17%
<b>les 20% les moins performants</b>	97.33%	97.42%	0.26%	0.59%	0.63%	0.03%	2.02%	1.61%	-0.18%
Marché baissier	Actions et autres titres risqués (dérivés...)			Obligations et autres titres de risque moyen			Liquidités et autres titres faiblement risqués		
	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3
<b>Tous</b>	96.61%	96.61%	0.01%	0.76%	0.88%	0.00%	2.59%	2.07%	-0.01%
<b>les 20% les plus performants</b>	95.94%	95.61%	-0.36%	0.96%	1.05%	0.16%	3.04%	3.28%	0.19%
<b>les 20% les moins performants</b>	96.81%	97.00%	0.41%	0.79%	0.88%	0.05%	2.35%	1.61%	-0.47%
Marché haussier	Actions et autres titres risqués (dérivés...)			Obligations et autres titres de risque moyen			Liquidités et autres titres faiblement risqués		
	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3	T1 à 3	T4	T4-T3
<b>Tous</b>	97.06%	97.06%	0.00%	0.63%	0.63%	0.00%	2.22%	2.22%	0.00%
<b>les 20% les plus performants</b>	96.15%	96.24%	0.03%	0.80%	0.72%	-0.14%	2.94%	2.95%	0.11%
<b>les 20% les moins performants</b>	97.82%	97.81%	-0.08%	0.41%	0.41%	0.01%	1.71%	1.73%	0.08%

Seules les OPCVM présentes sur une année complète sont utilisées soient 1273 OPCVM différentes. Les performances sont évaluées à partir de la rentabilité sur les 3 premiers trimestres. Dans ce tableau, aucune des variations entre le troisième et le dernier trimestre de la part de chaque type de risque n'est significativement différente de zéro au seuil de 10%<sup>148</sup>.

**Tableau 12. Evolution de la structure globale du portefeuille**

Il paraît alors intéressant de concentrer notre étude des prises de risque sur la composante actions du portefeuille des OPCVM.

<sup>148</sup> Un test d'égalité de proportion entre les parts aux troisièmes et quatrième trimestres ne permet jamais de rejeter l'hypothèse de stabilité de ces part à des seuils de risque raisonnables

### III. 2. L'évolution du *bêta*

Le tableau 2 rassemble les résultats ayant trait au *bêta* moyen du portefeuille actions et assimilés, pour diverses configurations de marché, et pour les groupes de fonds définis plus haut. A titre indicatif, on y a reporté le nombre de points en trimestres (OPCVM-trimestre) qui correspondent à chaque configuration, et la valeur de l'excès moyen de rentabilité relativement au CAC 40 sur les trois premiers trimestres.

Période Totale	nombre d'opcvm-trimestre <sup>(a)</sup>	rentabilité moyenne T1-T3 <sup>(b)</sup>	<i>bêta</i> au quatrième trimestre	Variation du <i>bêta</i> entre T3 et T4	Test d'égalité des <i>bêtas</i> en T3 et T4 <sup>(c)</sup>
<b>les 20% les moins performantes</b>	3344	-13.08%	1.096	<b>+0.043</b>	<b>2.86</b>
<b>les 20% les plus performantes</b>	3320	9.08%	0.938	<b>+0.047</b>	<b>3.05</b>
<b>tous ensemble</b>	16552	-2.65%	0.992	<b>+0.041</b>	<b>6.76</b>
<b>Marché baissier</b>					
<b>les 20% les moins performantes</b>	1604	-19.52%	1.174	<i>+0.047</i>	<i>2.04</i>
<b>les 20% les plus performantes</b>	1592	10.92%	0.851	+0.001	0.07
<b>tous ensemble</b>	7992	-4.67%	0.983	<b>+0.029</b>	<b>3.28</b>
<b>Marché haussier</b>					
<b>les 20% les moins performantes</b>	1740	-6.96%	1.024	<i>+0.038</i>	<i>2.23</i>
<b>les 20% les plus performantes</b>	1728	6.14%	1.018	<b>+0.089</b>	<b>4.03</b>
<b>tous ensemble</b>	8660	-2.02%	1.000	<b>+0.052</b>	<b>6.31</b>

<sup>(a)</sup> Le nombre d'OPCVM différentes concernées par ce calcul est de 1273. Nous indiquons ici le nombre de points disponibles, donc chaque OPCVM intervient pour le nombre de trimestres pour lesquels elle est comptabilisée comme présente. <sup>(b)</sup> En écart à la rentabilité du marché calculée ici comme celle du CAC40. <sup>(c)</sup> Les statistiques fournies en dernière colonne suivent une loi de *Student* sous l'hypothèse nulle d'égalité des *bêtas* au deux derniers trimestres de chaque année. En italique : significatif à 5%, en gras : significatif à 1%.

**Tableau 13. L'évolution du *bêta* en fin d'année**

Nous indiquons aussi le niveau de risque systématique en fin d'année, mesuré par le *bêta* moyen de la catégorie envisagée au dernier trimestre, mais aussi la variation du *bêta* entre le 3<sup>ème</sup> et le 4<sup>ème</sup> trimestre<sup>149</sup>.

Sur la période globale, on peut conclure à un accroissement significatif du *bêta* en fin d'année pour l'ensemble des fonds. Ce résultat est présent, chez Lin, Chung et Lee (2004)<sup>150</sup>. Par contre, nous ne parvenons pas à repérer de divergence de comportement entre les fonds performants et les autres fonds. En ce sens, il est difficile de conclure à l'existence d'un effet tournoi.

Les résultats sont plus tranchés lorsque l'on fait intervenir la conjoncture du marché. Si les fonds les moins performants ne changent pas visiblement de comportement en fonction du caractère haussier ou baissier du marché, les fonds les plus performants semblent avoir un comportement drastiquement différent en période haussière ou baissière.

En période de baisse du marché, les fonds les mieux classés ne font pas varier de façon significative le *bêta* de leur portefeuille. En revanche les mauvais fonds accroissent leur niveau de risque. De fait, dans cette configuration, nous retrouvons les résultats de BHS : les fonds les moins bien classés sur la première partie de l'année sont bien ceux qui augmentent le plus leur niveau de risque, et seraient donc reclassés dans les risques élevés dans une démarche de ce type.

A l'opposé, lorsque le marché est sur une pente ascendante, les fonds les plus performants vont accroître très significativement leur *bêta* en fin d'année, pour le faire passer au-dessus de un. Il ne faut pas se méprendre sur ce résultat en l'interprétant comme traduisant le fait que les fonds performants le sont parce qu'ils ont un niveau de risque élevé en période faste. Nous montrons juste que les gérants des fonds *qui étaient le plus rentables sur les trois premiers trimestres* vont relever de façon marquée leur risque *après* cette période de bonne rentabilité relative<sup>151</sup>. Le changement du niveau de risque ne se produit qu'en fin d'année alors que la croissance des marchés étaient déjà observée

---

<sup>149</sup> Nous choisissons ici de présenter les résultats concernant la variation du *bêta* entre le troisième et le quatrième trimestre. Des tests équivalents ont été menés pour voir si les variations entre une moyenne des trois premiers trimestres et le *bêta* au quatrième trimestre sont significatives. Les conclusions obtenues sont qualitativement identiques à celles reportées dans ce tableau.

<sup>150</sup> Toutes les constantes de leurs régressions de l'évolution du risque en fin d'année sur un certain nombre de variables sont positives et significatives, quelles que soient les variables retenues ou le groupe de fonds concerné.

<sup>151</sup> Cette décision traduit vraisemblablement qu'ils projettent un prolongement de tendance. Nous n'avons cependant pas d'indication qui nous assure que cette stratégie est payante, donc qu'ils vont rester dans les 20% les plus performants. A cet égard, le fait que près de la moitié des fonds a fait partie à un moment ou à un autre des 20% gagnants, ou des fonds perdants est un signe qu'il n'y a pas persistance des performances sur la période, hypothèse qui devra être vérifiée plus formellement dans un futur travail.

auparavant, et dépend du classement préalable des fonds. C'est donc bien un effet spécifiquement lié à la compétition que se mènent les fonds pour attirer les investisseurs.

Alors que nos résultats en période baissière vont dans le sens de la théorie du tournoi, nous obtenons en période de hausse de marchés, un résultat qui la contredit et vient plutôt avaliser les résultats de Taylor (2003) qui, nous l'avons dit, attribuait ce comportement à une réaction stratégique des fonds les mieux placés pour conserver leurs positions, face à la hausse supposée du niveau de risque de portefeuilles gérés par des fonds perdants.

### III. 3. Décomposition de l'évolution du *bêta*

On cherche à voir ici si les évolutions de risque en fin d'année que nous venons de décrire ont pour origine une stratégie « active » de mise en portefeuille de nouveaux titres à *bêtas* élevés ou faibles. Car ainsi que nous l'avons montré plus haut dans une relation qui est rappelée ci-dessous, la variation du *bêta* entre deux trimestres se décompose en une sorte d'effet d'inertie : le mouvement est dû à une variation du *bêta* moyen des titres déjà en portefeuille (premier terme de la relation ci-dessous) et en une part « active », liée à la rotation du portefeuille (deuxième terme).

$$\beta_{t+1} - \beta_t = (w_{t+1}r_{t+1}^R - w_t r_t^R) + (w_e \beta^E - w_s \beta^S)$$

Si le fait de conserver en portefeuille des titres de risque systématique élevé ou faible peut constituer en soi une stratégie de prise de risque, l'action d'aller chercher des titres de *bêtas* plus élevés ou plus faibles que ceux de la moyenne du portefeuille atteste à l'évidence d'une volonté marquée de manipuler son niveau de risque. Les résultats de cette décomposition sont présentés dans le tableau 3, sous une forme identique à celle retenue pour les tableaux précédents.

La dernière colonne du tableau rappelle que tous les *bêtas* sont en hausse entre le 3<sup>ème</sup> et le 4<sup>ème</sup> trimestre, même si cette évolution n'est pas significative pour les fonds les plus performants en période baissière. Pour l'ensemble des fonds, la hausse du risque en fin d'année s'explique essentiellement par l'augmentation des *bêtas* des titres restant en portefeuille, et ce indépendamment de la conjoncture du marché financier. Cette proposition est vraie aussi pour les fonds les moins bien placés : leur prise de risque ne résulte donc pas de la rotation des titres.

Le constat est bien différent pour les fonds les plus performants dont le comportement semble très sensible à l'état des marchés. En période de baisse, l'effet de la rotation est



positif mais très modéré, et il est compensé par une légère diminution des *bêtas* des titres restants en portefeuille. Au contraire, en période de hausse, les *bêtas* des titres restants augmentent sensiblement. Cet effet est renforcé par la rotation du portefeuille : l'écart entre les *bêtas* des entrants et des sortants devient alors très important, les entrants ont un *bêta* particulièrement élevé de 1.342. Il y a dans ce cas une influence positive significative de la rotation du portefeuille sur l'augmentation du risque systématique.

Il y a donc bien une volonté délibérée pour les fonds gagnants d'accroître le risque du portefeuille en période de croissance des marchés.

Période totale	<i>bêta</i> au 4 <sup>ème</sup> trimestre	<i>bêta</i> des titres entrants en T4	<i>bêta</i> des titres sortants en T4	Effet total de la rotation sur la variation du <i>bêta</i>	Variation du <i>bêta</i> des restants	Variation du <i>bêta</i> entre T3 et T4
<b>les 20% les moins performantes</b>	1.096	1.122	1.069	<b>-0.013</b>	<b>+0.038</b>	<b>+0.043</b>
<b>les 20% les plus performantes</b>	0.938	1.123	0.903	<b>+0.023</b>	<b>+0.018</b>	<b>+0.047</b>
<b>Tous ensemble</b>	0.992	1.082	0.972	+0.006	<b>+0.025</b>	<b>+0.041</b>
<b>Marché baissier</b>						
<b>les 20% les moins performantes</b>	1.174	1.189	1.152	<b>-0.023</b>	<b>+0.047</b>	<i>+0.047</i>
<b>les 20% les plus performantes</b>	0.851	0.886	0.867	<i>+0.010</i>	<i>-0.010</i>	+0.001
<b>Tous ensemble</b>	0.983	1.023	0.987	+0.002	<b>+0.021</b>	<b>+0.029</b>
<b>Marché haussier</b>						
<b>Les 20% les moins performantes</b>	1.024	1.060	0.993	-0.003	<b>+0.030</b>	<i>+0.038</i>
<b>Les 20% les plus performantes</b>	1.018	1.342	0.936	<b>+0.034</b>	<b>+0.045</b>	<b>+0.089</b>
<b>Tous ensemble</b>	1.000	1.137	0.958	+0.009	<b>+0.029</b>	<b>+0.052</b>

Le nombre de points disponibles dans chaque configuration est donné en tableau 2. La quatrième colonne n'est pas égale à la différence des deux précédentes dans la mesure où les *bêtas* sont pondérés par le poids des entrants et des sortants. Un signe négatif dans cette quatrième colonne indique - sachant que les *bêtas* entrants sont toujours plus élevés que les *bêtas* sortants - que le poids des sortants, est plus grand que celui des entrants. La dernière colonne n'est pas non plus égale à la somme des deux premières puisque le calcul de la variation du *bêta* des restants ne prend pas en compte une éventuelle variation du poids de ces titres dans le portefeuille entre t et t+1 (voir décomposition dans le corps du texte). Les coefficients en italique sont significatifs à 5%, ceux qui sont en gras sont significatifs à 1%.

**Tableau 14 : Rotation du portefeuille et évolution du *bêta* en fin d'année**

## IV. CONCLUSION

Dans l'ensemble, nous pouvons conclure que, comme sur les marchés des pays anglo-saxons, il y a bien des prises de risque qui sont spécifiques en fin d'année dans le cas des OPCVM actions de droit français. Ces prises de risques sont très différentes selon le classement en termes de rentabilité des fonds d'une part, et selon l'état du marché d'autre part. Si l'on peut parler d'un effet tournoi en période de baisse des marchés : les fonds les moins bien placés en début d'année augmentent plus que les autres leur risque en fin d'année, il ne semble pas que ce soit sur cette classe de fonds que les comportements soient les plus intéressants. Conformément aux résultats du modèle de Taylor (2003), nous montrons qu'il y a bien de la part des fonds gagnants une tendance à réagir à la volonté de rattrapage des autres fonds, mais que cette réaction est contingente à l'état des marchés. En résumé, en période baissière, les fonds gagnants ne changent pas leur niveau de risque, alors qu'en période de croissance des marchés financiers, ils augmentent celui-ci de façon drastique, et ceci en particulier en introduisant dans leur portefeuille des titres ayant un niveau de risque plus élevé.

Les conséquences des comportements que nous venons de décrire sont potentiellement importantes. D'une part, on peut penser que les investisseurs qui placent leurs avoirs dans des fonds ne sont pas forcément conscients de ce surplus de risque qui ne répond pas à leurs propres intérêts. En ce sens nous retombons au cœur du problème d'agence évoquée dans la première partie de ce rapport. A cet égard, il serait intéressant de mesurer comme le font Ling, Chung et Lee (2004), les effets sur la rentabilité à venir de ces manipulations du risque.

De plus, compte tenu du poids de la gestion déléguée sur les marchés financiers, il peut en résulter une déformation des prix d'actions en fonction de leur niveau de risque.. Or ces variations de prix ne sont pas liées à des informations fondamentales, mais aux effets de la compétition que se livrent les fonds pour attirer les investisseurs. Le développement de ce type de comportement pourrait être source d'inefficience.



## Références bibliographiques

- Barberis N. et R. Thaler (2003) « A survey of behavioral finance », Handbooks of the Economics of Finance Vol 1 B, Chapitre XVIII, G. Constantinides M. Harris, et R. Stulz. eds, Elsevier.
- Brown K. W. Harlow et L. Starks (1996), « Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in Mutual Fund Industry », *Journal of Finance* 51, 1, pp. 85-110.
- Carpenter J. (2000), « Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? », *Journal of Finance*, 55, 5, pp. 2311-2331.
- Chevalier J. et G. Ellison (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, 105, 6, pp. 1167-1200.
- Elton, E., M. Gruber et C. Blake (2003), « Incentive Fees and Mutual Funds », *Journal of Finance*, 58, 2, pp 779-804.
- Goriaev A., F. Palomino et A. Prat (2001), « Mutual Funds Tournament: Risk-taking Incentives Induced by Ranking Objectives », *CEPR Discussion Paper*, 2794.
- Goetzmann W. et N. Peles (1997), « Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors », *Journal of Financial Research*, 20, 2, pp. 145-158.
- Grinblatt M. et S. Titman (1989), « Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings », *Journal of Business*, 62, 2, pp. 393-416.
- Ippolito R. (1992), « Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry », *Journal of Law and Economics*, 35, pp. 45-70.
- Jans R et R. Otten (2005), « Tournaments in the UK Mutual Fund Industry », *Document de travail du département de Finance*, Maastricht University.
- Lin M., H. Chung, et C. Lee, (2004), « Mutual Fund Tournament Test: Do Shareholders Benefit from Fund Managers's Risk-Taking Behavior ? », *NTU International Conference on Finance 2004*, Taipei, Taiwan.
- Palomino F. (2005), « Relative Performance Objectives in Financial Markets », *Journal of Financial Intermediation*, 14, pp. 351-375.
- Ross S. (2004), « Compensation, Incentive and the Duality of Risk Aversion and Riskiness », *Journal of Finance*, 59, 1, pp. 207-225.
- Sirri E. et P. Tufano (1998), « Costly Search and Mutual Fund Flows », *Journal of Finance* 54, 1, pp. 359-375.

Taylor J. (2003), « Risk-Taking Behaviour in Mutual Fund Tournaments », *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 50, pp. 373-383.

# **ANNEXES**

## **Annexe 4**

### **DESCRIPTION DES DONNEES**

Les fichiers qui nous ont été transmis par la Banque de France proposaient à l'origine le suivi de 1960 OPCVM différentes sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le troisième trimestre 2005 (27 trimestres). On ne dispose pas forcément pour chaque OPCVM de 27 trimestres de données, certaines ont été créées, d'autres se sont éteintes au cours de la période. Au total, ce sont 30302 OPCVM trimestres qui sont suivies. On dispose de la composition du portefeuille de ces 30302 OPCVM trimestres, soit 2211416 lignes de portefeuille.

#### **1- Nettoyage initial de la base**

Un certain nombre de contrôles de cohérence ont été entrepris avant toute analyse sur ce premier jeu de fichier. Nous avons en effet constaté certaines incohérences : 4 OPCVM sont exclues parce qu'elle apparaissaient pour un même trimestre sur deux classifications différentes. Sur 6 OPCVM nous avons constaté des trimestres manquants entre la date d'arrivée de l'OPCVM dans la base et la sortie de celle-ci. Pour les OPCVM ne présentant qu'un trimestre manquant, nous n'avons conservé que la partie continue la plus longue de son histoire. Suite à ces premiers contrôles de cohérences, il reste dans la base 1950 OPCVM, 29960 OPCVM-trimestres et 2194894 lignes de portefeuille.

Nous avons ensuite réalisé un ensemble de contrôles de relatif au respect des règles de diversification, et à la structure de portefeuille qui s'impose de par la loi<sup>152</sup> aux OPCVM-actions. Nous vérifions tout d'abord que le nombre de titres en portefeuille est suffisant. Pour être plus précis, nous avons écarté les observations<sup>153</sup> qui ont à la fois moins de 20 titres<sup>154</sup> en portefeuille (dans le cas où il s'agit d'actions, il y aurait là une trop faible diversification) et moins de 2 titres d'OPCVM en portefeuille (cette contrainte permet

---

<sup>152</sup> On se référera à l'article L214-4 du Code Monétaire et Financier qui est accessible sur le site Légifrance du gouvernement français.

<sup>153</sup> En regardant l'histoire de ces fonds, nous avons constaté que ces incidents apparaissaient soit uniquement en début de vie soit uniquement en fin de vie.

<sup>154</sup> Cette contrainte a été abaissée à 17 titres pour les fonds pour lesquels un incident de ce type ne se produit qu'une seule fois.

d'exclure les fonds nourriciers qui ne font que reproduire le fonds détenu). Enfin, une dernière étape consiste à éliminer les points pour lesquels la part des actions en portefeuille est inférieure au seuil légal des OPCVM actions en France : 60%. Au terme de ces traitements, il subsiste dans la base 2146538 lignes de portefeuille, 28075 OPCVM trimestres et 1883 OPCVM. Les contrôles de cohérence nous font ainsi perdre au total 3.9% des OPCVM présentes à l'origine dans le fichier, 7.3% des OPCVM trimestre et 2.9% des lignes de portefeuille. La perte plus importante de 7.3% des OPCVM trimestre s'explique par notre souci de ne conserver que des épisodes continus.

## **2- Les contraintes liés au calcul du *bêta***

Afin de calculer les *bêtas* des OPCVM, nous avons introduit une première limitation quant aux observations à conserver qui est liée à l'information dont nous disposons sur son portefeuille titre sur deux points : le pays d'origine du titre et l'accès au *bêta* du titre.

Puisque le calcul du *bêta* de l'OPCVM fait appel (voir annexe 2) à des covariances entre les marchés actions des différents pays dont sont originaires les titres et entre les marchés des changes, nous avons limité le nombre de pays à considérer à 29. Ces pays sont : la France, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, la Brésil, le Canada, le Danemark, la Finlande, l'Allemagne, la Grèce, Hong-Kong, l'Irlande, l'Italie, le Japon, la Malaisie, les Pays-Bas, la Norvège, le Portugal, Singapour, la Corée du Sud, l'Espagne, la Suède, la Suisse, Taiwan, la Thaïlande, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Chine, le Luxembourg. Les autres pays ont été écartés soit pour absence de l'indice de marché (Les Bermudes, Les Iles Caïman, par exemple), soit parce qu'ils étaient très faiblement représentés dans la base. Sur la période totale, les titres des 29 pays retenus représentent 98.0% du portefeuille des OPCVM, proportion qui est très stable dans le temps.

Un second critère a été utilisé afin de sélectionner les OPCVM à analyser : l'existence d'un nombre suffisant *bêta*. 27148 titres différents ont été cités par une ou plusieurs OPCVM à un ou plusieurs moments du temps. Or on ne dispose du *bêta* que pour 163309 titres trimestres. De plus, le pourcentage de titres renseignés sur ce point n'est pas constant dans le temps : alors qu'au premier trimestre 1999, on ne connaît que 61.4% des *bêtas* des titres cités, cette proportion s'élève de façon quasi continue au cours du temps pour atteindre 87% au troisième trimestre 2005.

*In fine*, nous avons calculé la part du portefeuille que représentent les titres avec *bêta* connu et originaires des 29 pays retenus, et nous n'avons retenu que les observations pour



lesquelles cette part excède le seuil de 80%. Nous avons mené le travail présenté dans le corps de l'article en abaissant le seuil imposé de 80% à 65%, ce qui entraînait une sélection bien moins drastique. Nous obtenons alors les mêmes conclusions que celles qui sont présentées ici.

Si le premier écart d'observation crée un trou dans l'histoire de l'OPCVM, nous n'avons conservé de l'OPCVM que l'épisode le plus long, à condition que la longueur de celui-ci soit supérieure à 50% de la durée de présence initiale de l'OPCVM. Les *bêtas* des OPCVM sont donc calculés sur un échantillon comprenant 1643 OPCVM différentes, 22232 OPCVM trimestres.

### **3- La contrainte liée à la question posée**

Nous cherchons à voir si la rentabilité relative d'un fonds en début d'année n'entraînerait pas une prise de risque spécifique en fin d'année. Nous ne pouvons donc conserver pour l'analyse que les OPCVM qui auront été présentes les quatre trimestres d'une même année. Ce sont *in fine* 1273 OPCVM et 16652 OPCVM trimestres qui seront analysées. Les données relatives à l'année 2005, qui est incomplète, ne sont pas exploitées ici.

Le tableau suivant comptabilise pour chaque point du temps les OPCVM présentes à chacune des étapes de notre préparation du fichier. Il faut noter que les contraintes que nous nous sommes fixées aboutissent à une sélection beaucoup plus importante sur les premiers points de l'échantillon : nous perdons plus de la moitié des OPCVM en 1999 par exemple, alors qu'on n'en perd plus que 20% environ à partir de 2003. Comme les *bêtas* non disponibles concernent essentiellement des actions étrangères, nous aboutissons à une sur-représentation très forte des OPCVM spécialisées en actions françaises sur les premiers points de l'échantillon. Ce biais se réduit cependant très nettement au cours du temps. Or, l'examen de la répartition globale du portefeuille par types de risque qui est reportée dans le dernier, montre que la structure moyenne n'est pas affectée par le tri que nous avons mis en œuvre, et ce dès les premiers points de l'échantillon.

	<b>Base originelle</b>	<b>Après contrôles de cohérence</b>	<b>Après imposition du seuil 80%</b>	<b>Echantillon final</b>
Trimestre				
1999/1	708	655	331	298
1999/2	718	668	327	298
1999/3	736	689	355	298
1999/4	747	703	379	298
2000/1	940	883	512	486
2000/2	986	920	560	486
2000/3	1025	952	590	486
2000/4	1081	1004	652	486
2001/1	1092	1034	695	658
2001/2	1123	1047	790	658
2001/3	1134	1061	839	658
2001/4	1160	1083	873	658
2002/1	1185	1102	912	854
2002/2	1213	1116	941	854
2002/3	1222	1125	956	854
2002/4	1220	1119	964	854
2003/1	1218	1125	976	911
2003/2	1236	1147	1012	911
2003/3	1252	1160	1027	911
2003/4	1261	1171	1045	911
2004/1	1283	1188	1065	956
2004/2	1271	1173	1057	956
2004/3	1259	1156	1045	956
2004/4	1286	1182	1070	956
2005/1	1296	1194	1075	
2005/2	1316	1200	1081	
2005/3	1334	1218	1103	
Nombre d'OPCVM différentes	1960	1883	1643	1273

**Tableau B. 1. Nombre d'OPCVM présentes par trimestre à chaque étape**

	<b>Action, OPCVM action, dérivés...</b>	<b>Obligations et OPCVM obligations</b>	<b>Liquidités</b>
toutes périodes confondues-fichier initial	96,6%	0,8%	2,5%
1er trimestre 1999 - fichier initial	98,3%	0,8%	0,8%
4eme trimestre 2004 - fichier initial	96,8%	0,8%	2,3%
toutes périodes confondues-fichier final	96,6%	0,7%	2,6%
1er trimestre 1999 - fichier final	98,2%	0,8%	0,9%
4eme trimestre 2004 - fichier final	96,2%	0,7%	2,9%

**Tableau B. 2. Structure du portefeuille par type de risque**

**Annexe 5**  
**CALCUL DU *BETA* D'UNE OPCVM DIVERSIFIEE**  
**INTERNATIONALEMENT**

On cherche à calculer le *bêta* d'un portefeuille action placé sur plusieurs marchés (N pays), et pour lequel on dispose des *bêtas* individuels par actions calculés relativement à l'indice de leur propre marché<sup>155</sup>.

On considère un titre k coté sur le marché i (i=1 à N).

Le rendement de ce titre relativement à celui du marché s'écrit :

$$r_k = \alpha_k + \beta_k rm_i + u_k$$

où  $\beta_k$  mesure le risque systématique du titre et  $u_k$  est orthogonal au rendement du marché  $rm_i$  et à toute information.

La variance systématique des rendements du titre est liée par le *bêta* à celle du rendement du marché selon :

$$V(r_k) = \beta_k^2 V(rm_i) \tag{1}$$

La covariance de 2 titres k et k' cotés sur 2 marchés i et j est fonction de la covariance des rendements des 2 marchés, et égale à :

$$Cov(r_k, r_{k'}) = \beta_k \beta_{k'} Cov(rm_i, rm_j)$$

**1. Calcul du *bêta* du portefeuille placé sur le marché i**

Dans le raisonnement qui suit, on néglige les effets sur le rendement des fluctuations de change sur les devises des pays dans lesquels place l'OPCVM. Ce problème sera soulevé plus loin.

---

<sup>155</sup> La question ne se pose que parce que d'une part, nous ne disposons pas d'un recul historique suffisant pour calculer les *bêtas* à partir du rendement de l'OPCVM, mais aussi parce que nous voulons concentrer notre analyse sur le portefeuille-titres (même si une variation du poids des liquidités dans le portefeuille peut aussi traduire une volonté de prendre plus ou moins de risque mais nous pourrions examiner ce point par ailleurs), et en particulier sur les *bêtas* des titres sur lesquels il y a une rotation.

Soit  $r_i$  le rendement de la composante du portefeuille de titres placée sur le marché  $i$  (notée sous portefeuille  $i$ ) avec  $E(u_k, u_{k'}) = 0$  si  $k \neq k'$ . On note  $K_i$  l'ensemble des actions du portefeuille placées dans le pays  $i$ .

$\omega_k$  est la part dans le portefeuille total de l'action  $k$  et  $\omega_i$  est la part du portefeuille placée sur le marché  $i$  :

$$\omega_i = \sum_{k \in K_i} \omega_k$$

$\omega_k^i = \frac{\omega_k}{\omega_i}$  est alors la part dans le portefeuille pays  $i$  de l'action  $k$

La variance des rendements de ce sous-portefeuille est égale à :

$$\begin{aligned} V(r_i) &= \sum_{k \in K_i} \sum_{k' \in K_i} \omega_k^i \omega_{k'}^i \text{Cov}(r_k, r_{k'}) = \sum_{k \in K_i} \sum_{k' \in K_i} \omega_k^i \omega_{k'}^i \beta_k \beta_{k'} \text{Cov}(rm_i, rm_i) = \sum_{k \in K_i} \sum_{k' \in K_i} \omega_k^i \omega_{k'}^i \beta_k \beta_{k'} V(rm_i) \\ &= V(rm_i) \left( \sum_{k \in K_i} \omega_k \beta_k \right)^2 \end{aligned}$$

En notant  $\beta_i$  le *bêta* du portefeuille placé en  $i$  et appliquant la relation (1) pour le marché  $i$  on a :

$$\beta_i^2 = V(r_i) / V(rm_i) \tag{2}$$

où :

$$\beta_i = \sum_{k \in K_i} \omega_k \beta_k$$

Le *bêta* d'un portefeuille placé sur un même marché est donc très logiquement égal à la moyenne pondérée par les poids de chaque titre dans ce sous-portefeuille. Cette propriété est d'ailleurs bien connue (elle est utilisée par Chevallier et Ellison (1997)) mais elle constituait ici un préambule nécessaire pour introduire les démonstrations qui suivent.

## **2. Calcul du *bêta* global du portefeuille actions sans prise en compte du risque de change.**

Le problème se pose maintenant de l'agrégation par pays de *bêtas* qui ne sont pas homogènes quant à leur calcul. Ce qui nous importe ici c'est d'évaluer une OPVCM française relativement à son marché domestique (même si certaines affichent des références à des indices benchmarks différents, nous avons besoin d'une référence commune, et elles seront

comparées les unes aux autres du point de vue leur performance relative au marché français). De plus, en appliquant à nouveau une moyenne pondérée par le poids des marchés dans le portefeuille actions des *bêtas*-pays, il est clair qu'on omet les covariances entre les différents indices de marché.

Le rendement du portefeuille action s'écrit :

$$r_{pf} = \sum_{i=1}^N \omega_i r_i$$

Sa variance est :

$$V(pf) = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \omega_i \omega_j \text{Cov}(r_i, r_j) = \sum_{i=1}^N \omega_i^2 \beta_i^2 V(rm_i) + 2 \sum_{i=1}^N \sum_{i \neq j}^N \omega_i \omega_j \beta_i \beta_j \text{Cov}(rm_i, rm_j)$$

où le deuxième terme prend en compte les effets de la diversification internationale du portefeuille.

Pour le calcul du *bêta* moyen du portefeuille relativement à l'indice français ( $i=1$ ), il suffit d'inverser la relation (2)<sup>156</sup> :

$$\beta = \sqrt{\frac{V(pf)}{V(rm_1)}} \quad (3)$$

### 3. Prise en compte du risque de change

Dans le raisonnement qui précède, on a laissé de côté la question du risque de change. Au niveau des sous-portefeuilles pays, lorsque les devises des pays en question fluctuent relativement à l'euro, il faut introduire une correction au calcul des *bêtas* moyens pour prendre en compte le fait que le rendement incorpore cette fois une part liée au taux de croissance du taux de change sur la période de référence. En notant  $\dot{e}_i$  le taux de croissance du taux de change sur pays  $i$  coté à l'incertain, et  $rc_i$  le rendement, corrigé des mouvements de change, du portefeuille placé en  $i$ , on obtient :

---

<sup>156</sup> Ce calcul nous donne en fait la valeur absolue du *bêta* du portefeuille ce qui est bien ce que nous cherchons ici : nous tentons d'évaluer le risque relatif du portefeuille par rapport à celui de son marché de référence, ce que mesure (cf relation 1)  $\beta^2$  ou la valeur absolue de  $\beta$ . Dans le cas de *bêtas* négatifs (qui correspond ici à 5 fonds) le fait de raisonner sur la valeur absolue n'est donc pas problématique. Par ailleurs, l'estimateur du *bêta* ainsi obtenu est, sous les hypothèses retenues, biaisé (du fait de la non-linéarité de la relation entre variances et *bêta*), mais doit converger en probabilité.

$$rc_i = r_i + \dot{e}_i$$

$$rc_i = \alpha_i + \beta_i rm_i + \dot{e}_i + u_i$$

On peut alors calculer la variance de ces rendements corrigés, qui cumule le risque systématique de marché et le risque de change :

$$V(rc_i) = \beta_i^2 V(rm_i) + V(\dot{e}_i) + 2\beta_i \text{cov}(rm_i, \dot{e}_i)$$

et la covariance des rendements entre deux pays fait alors intervenir des termes de covariances liés en particulier aux covariances entre les fluctuations des deux devises par rapport au pays de référence, et à d'éventuelles covariances croisées entre les rendements de marché et les variations de change.

$$\text{Cov}(rc_i, rc_j) = \beta_i \beta_j \text{Cov}(rm_i, rm_j) + \text{Cov}(\dot{e}_i, \dot{e}_j) + \beta_i \text{Cov}(rm_i, \dot{e}_j) + \beta_j \text{Cov}(rm_j, \dot{e}_i)$$

Le rendement du portefeuille action s'écrit maintenant :

$$rpf = \sum_{i=1}^N \omega_i rc_i$$

Sa variance vaut :

$$V(pf) = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \omega_i \omega_j \text{Cov}(rc_i, rc_j) \quad (4)$$

Le calcul du *bêta* moyen du portefeuille est identique à celui donné dans la relation (3).