

LE COURT-TERMISME INSTITUTIONNALISÉ : LES EFFETS DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE DÉLÉGUÉE

SABINE MONTAGNE *

Les fonds d'investissement externalisent aujourd'hui une part plus ou moins grande des tâches essentielles de la décision d'investissement (allocation stratégique, décision de portefeuilles, évaluation financière) vers des spécialistes (consultants, gérants de portefeuilles, analystes financiers, agences de notation). Déployée progressivement à partir des années 1970, cette délégation s'est approfondie au cours des années 1990 tant du point de vue du nombre des prestataires recrutés que de la diversité des tâches mises en sous-traitance. Les effets de cet accroissement de la division du travail et de la multiplication des niveaux d'intermédiaires ont fait l'objet de différents travaux. Il s'agit ici de pointer une caractéristique particulière de cette division du travail : le fait qu'elle se soit construite sous la forme de « marchés » de prestataires (marchés des consultants, des gérants, des évaluations) c'est-à-dire *via* une organisation marchande des prestations échangées qui implique leur mise en concurrence, une évaluation homogène de leur qualité, une valorisation publique de leur valeur.

La conséquence sur les politiques d'investissement est rédhibitoire : ces conditions de délégation ont provoqué un raccourcissement des horizons d'investissement, voire une déconnexion entre les durations

417

* CNRS, UMR 7170, université Paris-Dauphine.

La présente analyse s'appuie sur une recherche plus large, menée en collaboration avec M. Aglietta et A. Rebérioux (Aglietta, Montagne, Rebérioux, 2007) en 2006 et 2007. Elle a été financée par l'Institut CDC pour la Recherche et je remercie tout particulièrement I. Laudier pour son soutien institutionnel. L'analyse est fondée sur des interviews en Europe et aux États-Unis, des participations à des séminaires, groupes de travail et colloques de professionnels financiers, la lecture de la presse et de la littérature spécialisée.

du passif et de l'actif¹. En effet, ces marchés ont été capables d'institutionnaliser un ensemble de critères qui définit désormais le « bon » investissement, tant en termes théoriques que pratiques, et qui s'impose, en tant que norme, à tous les investisseurs.

La première partie expose le cadre théorique d'analyse en montrant l'intérêt d'une approche sociologique des marchés. La deuxième partie s'intéresse à la manière dont les intermédiaires de la délégation, en constituant des marchés de prestations, participent à l'émergence et au maintien d'une norme d'investissement à court terme. La troisième partie montre que l'adoption de nouvelles pratiques, après la crise boursière de 2000, menée au nom d'une meilleure réactivité, confirme la tendance à la marchandisation des prestations de gestion et à l'accentuation des pratiques de recrutement et d'investissement à court terme.

CADRE THÉORIQUE : THÉORIE DE L'AGENCE VS. SOCIOLOGIE DES MARCHÉS

La théorie économique *mainstream* considère efficace la division du travail financier au nom des vertus de la spécialisation, de la professionnalisation, de la concurrence, en supposant que les prestataires vont répondre « rationnellement » aux besoins « fonctionnels » émis par les investisseurs. Le modèle principal-agent, outil de cette théorie pour rendre compte des relations de délégation (Lakonishok et *al.*, 1992), réduit en effet les interactions sociales à des relations bilatérales entre individus rationnels aux préférences définies *ex ante*.

Certes, ceux-ci peuvent avoir des intérêts non alignés et l'expertise dont dispose l'agent lui permet alors de dominer le principal. Mais les structures institutionnelles (règles de bonnes pratiques, déontologie des professions, concurrence...) sont censées réguler l'excès de pouvoir intrinsèque à la situation. Tout dysfonctionnement (la prestation ne répond pas fonctionnellement à la demande) est pensé en termes d'opportunisme individuel et de conflits d'intérêts qui peuvent être endigués par les « bonnes » règles de gouvernance.

En l'espèce, les investisseurs seraient capables d'énoncer leurs besoins d'investissement à long terme et les prestataires seraient alors en mesure de répondre par une offre adaptée. Des marchés de prestations apparaîtraient sur chaque segment d'investissement.

Or, l'évolution récente des pratiques de délégation montre qu'il n'y a plus de cloisonnement de ces marchés mais, au contraire, une grande porosité. Bénéficiant d'abondantes liquidités au niveau mondial et de diverses opportunités institutionnelles, tant la clientèle spéculative des fonds fermés que la clientèle de détail des ménages nord-américains ont

fourni le carburant pour alimenter la fabrication de produits qui leur étaient d'abord destinés mais qui ont finalement contaminé la clientèle institutionnelle dite de long terme. Les frontières entre les différents besoins se sont brouillées au point de considérer, au nom de la diversification, n'importe quel type de produit éligible à n'importe quel portefeuille.

Ces marchés se sont construits grâce à une série d'ajustements successifs entre les acteurs financiers. Au cours de ce processus, il n'y a pas eu d'opposition entre principal et agent, mais une lente dérive de leur référentiel commun d'investissement. Les prestataires n'ont pas eu à combattre des philosophies d'investissement antagonistes qu'auraient pu formuler les investisseurs. Une telle conception, qui oppose deux camps distincts capables de définir chacun leurs normes d'investissement en amont à l'interaction, oublie que ces normes se forment non pas dans la « confrontation » bilatérale principal-agent mais *via* la « médiation » d'une institution : le marché.

Cet angle d'analyse, en adoptant le cadre de la sociologie des marchés (Powell et DiMaggio, 1991 ; Fligstein, 2001 ; Lordon, 2002 ; Abolafia, 2005), permet d'étudier comment ces marchés de prestataires ont « institutionnalisé » la norme de court terme.

Il déplace la problématique de l'agence, centrée sur la question de la coordination, à celle de la valeur. Alors que la théorie de l'agence privilégie l'analyse des dispositifs institutionnels qui vont permettre aux agents de se contrôler les uns les autres et d'aligner leurs intérêts, l'approche proposée ici privilégiera, par contraste, la diversité des acteurs et leur capacité à en tirer profit. Les agents économiques entrent dans ce jeu de la délégation pour « y faire affaire », pas pour aligner leurs intérêts : cette relation de délégation doit leur permettre de faire un profit, ce qui suppose avant tout que les agents soient capables de définir la valeur des produits échangés, d'encaisser un revenu et de calculer un profit qui puisse être exhibé à des actionnaires, le cas échéant. La délégation suppose donc un travail institutionnel de définition de ce qui vaut et de combien ça vaut.

Ce qui est en jeu, au-delà de l'évaluation locale, par le principal, de l'acquiescement, par l'agent, de sa mission conformément aux règles de l'art, c'est « l'affichage public de la valeur » de l'agent au sein d'un espace de firmes et d'individus en concurrence. Cette posture de recherche de valorisation, aisément compréhensible au niveau individuel (l'agent cherche à être valorisé pour pouvoir circuler sur son marché du travail), est plus générale et s'impose aux modèles d'affaire des firmes concernées.

L'objectif est ici de montrer que, au-delà de la tension provoquée par le contrôle du principal sur l'agent, c'est la valorisation publique des

prestataires rendue nécessaire par leur organisation marchande qui soutient l'adoption d'une norme d'investissement à court terme par l'ensemble des acteurs financiers.

LA CRÉATION DE MARCHÉS DE PRESTATAIRES

Cet angle d'analyse ne réfute pas l'intérêt d'une analyse principal-agent, mais la considère comme partielle. Rappelons-en les résultats. Celle-ci élabore une logique de la délégation et, en stylisant les rôles des investisseurs et des gérants, explique le raccourcissement de l'horizon d'investissement. Ainsi, l'obligation légale des investisseurs de « surveiller » de manière continue leurs gérants a poussé ces derniers à afficher au plus vite de bonnes performances financières donc à rechercher des investissements dont l'appréciation sur les marchés était imminente. Ce contrôle continu de l'activité des délégataires, nécessaire du fait de la forte asymétrie d'information et de compétences entre *trustees* et gérants, a déclenché la mise en place d'une organisation dont le « résultat inintentionnel » a été la recherche de l'obtention de performance financière à court terme. Cette gestion d'actifs, finalement déconnectée des contraintes de passif à long terme des investisseurs ne s'explique que par le « besoin vital » de ces derniers de surveiller leurs gestionnaires.

420

De même, l'incompétence des investisseurs à choisir leurs gérants les a conduits à recourir à des firmes de consultants pour organiser le « système d'évaluation » des gérants². D'une part, les consultants ont organisé le « recrutement » par un examen minutieux et comparé des capacités organisationnelles des prestataires, lors des appels d'offres. D'autre part, lors du « suivi » continu de la prestation, ils ont évalué les performances sur la base d'une fréquence élevée, en général mensuelle. Ainsi placées sous le regard continu des consultants et de l'industrie de la mesure de performance, les sociétés de gestion ont été progressivement soumises à une investigation quantitative (performance) puis qualitative (audit organisationnel) et une mise en concurrence systématique.

L'homogénéisation des procédures d'appels d'offres et en particulier des critères d'évaluation a provoqué une homogénéisation des réponses de la part des gérants qui a eu des répercussions sur leur mode effectif d'organisation interne. Progressivement, cette médiation des consultants a entraîné l'adoption d'un modèle organisationnel interne par mimétisme organisationnel (BIS, 2003).

Une approche par les marchés amène à considérer que cette organisation ne vaut pas seulement pour la délégation investisseur-gérant, mais aussi pour l'infrastructure entière. Les consultants et les firmes

d'évaluation sont intéressés à la norme de court terme tout autant que les gérants, quoique selon des configurations différentes.

Des consultants en recrutement intéressés à la norme de court terme

Le cas des consultants en recrutement est exemplaire pour montrer la constitution progressive d'un marché dont les participants ont, certes, vocation à conseiller les investisseurs, mais ont déjà une histoire, et possèdent des stratégies de survie et de développement propres qui les conduisent à ne pas traduire docilement des besoins, mais à proposer très activement des solutions qui leur rapportent. Ce faisant, ils participent de l'imposition de la norme d'investissement à court terme.

Historiquement, les firmes de consultants émergent à la fin des années 1950 en aidant les fonds de pension d'entreprise américains à investir plus massivement sur le marché des actions. Elles leur proposent d'analyser les performances des gérants bancaires auxquels ces fonds délèguent la gestion de leurs portefeuilles. Elles vont également intervenir lorsque les entreprises vont renoncer à déléguer à un unique prestataire et multiplier les gérants, notamment des firmes de petite taille, non adossées à un grand groupe financier ou spécialisées sur certains types de titres financiers. Les consultants ont alors un rôle essentiel dans la sélection et le recrutement de ces gérants.

Le recours à ces firmes de sélection va aller croissant. La crise boursière de 1973 et la réforme des frais de courtage de 1974 vont engendrer une concurrence beaucoup plus forte qu'auparavant entre gérants de portefeuilles, qui rend d'autant plus nécessaires les services d'évaluation des firmes du type de celle de Russell. Par ailleurs, la loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act) de 1974 sur les fonds de pension accroît les incitations à la délégation d'investissement (Montagne, 2006). Dans les années 1990, avec l'expansion des investissements américains à l'international, les firmes de consultants conseillent les investisseurs américains sur les titres étrangers. Elles exportent également leurs conseils en sélection d'investissements et de prestataires dans les pays européens gagnés par la désintermédiation.

À la fin des années 1990, les investisseurs institutionnels, friands de produits complexes dont ils ne maîtrisent pas le contenu, s'adressent à nouveau aux consultants pour « dépouiller » ces produits, c'est-à-dire les analyser. Enfin, dans les années 2000, la création de fonds de réserve de retraite et la rationalisation des processus de délégation des grands fonds de pension publics conduit à établir un modèle de recrutement par appel d'offres international dont les consultants sont la pierre angulaire. Au final, les consultants sont devenus des partenaires essentiels des investisseurs institutionnels.

Ces acteurs ont leurs propres intérêts. Intermédiaires conseils, ils

ne sont pas pour autant transparents. Ainsi, concomitamment à leur activité de recrutement pour le compte des investisseurs, ces firmes sont des groupes largement diversifiés, parfois cotés en Bourse. Elles produisent ainsi aussi bien des conseils personnalisés privés que des rapports publiés et distribués à partir de leur site Internet. Elles sont positionnées sur toute la chaîne de valeurs : du conseil en investissement (sur des titres financiers) au conseil en recrutement (de gestionnaires financiers) en passant par la production et la commercialisation de fonds communs et d'indices financiers. Il leur arrive de fabriquer des produits d'investissement qu'elles vendent aux fonds d'investissement qu'elles sont supposées superviser (Monks, 2007).

Outre ce problème de conflits d'intérêts, ce positionnement sur toute la chaîne de valeur leur permet de décloisonner les différents marchés de prestations de gestion et de faire circuler les types de produits entre les types d'investisseurs.

Leur mode de rémunération témoigne également de leur position ambiguë par rapport aux investisseurs. Assez logiquement, l'organisation de l'appel d'offres est rémunérée par un forfait payé par l'investisseur. Mais, pour la phase récurrente de suivi du mandat, le consultant est rémunéré par rétrocession d'une partie des commissions de courtage payée par les gérants. Ce mode de rémunération, outre qu'il occulte le coût des prestations en rendant le paiement apparemment indolore, constitue une incitation au court terme. Il intéresse en effet le consultant au volume de transactions effectuées par le gérant pour le compte de l'investisseur. Ce biais en faveur de la rotation des portefeuilles s'oppose, par principe, à des stratégies de type *hold* et constitue une incitation structurelle à des stratégies d'investissement de court terme.

Ces différents aspects du métier de consultant montrent à quel point ces acteurs font partie du système d'échanges financiers et partagent les mêmes conceptions qu'eux sur la façon de faire du profit. En dépit de leur titre de conseiller et d'expert, ils ne sont pas en surplomb extérieur aux autres échangistes. Mis en concurrence ou simplement à la recherche de gains³, ils ont intégré de multiples activités dont la théorie économique pourrait dire qu'elles conduisent à des conflits d'intérêts. Mais une approche en termes de construction de marché y voit surtout l'effet des stratégies de valorisation des firmes sur différents segments d'activités.

Des évaluateurs de performance intéressés à la marchandisation de l'évaluation

Pour établir un classement des gérants, les consultants recourent à des outils d'évaluation dont la caractéristique est qu'ils ont été

standardisés et qu'ils sont construits « à l'extérieur » de la relation investisseur-gérant (base de données externe, fournisseurs d'indices).

L'espace interpersonnel entre investisseur et gérant a été objectivé par ces outils externes. La relation de confiance, pour s'établir, doit être désormais formulée dans le langage commun standardisé qui définit universellement la qualité des gérants, antérieurement à la sélection singulière par un investisseur particulier. L'affectation de cette qualité diffère de celle qui était faite par le *monitoring* fiduciaire traditionnel des années 1970-1980. Celui-ci mettait en œuvre une évaluation privée des gérants qui restait interne au huis clos des appels d'offres et au *reporting* bilatéral du mandataire vers le mandant. Elle était définie en fonction du besoin spécifique de l'investisseur et restait circonscrite à la situation locale. La « valeur » d'un gérant restait donc affaire d'appréciation bilatérale, entre *trustees* et consultants. Elle pouvait circuler au sein de réseaux de personnes qui avaient l'habitude de faire affaire ensemble.

Par contraste, l'existence d'une nomenclature (les styles d'investissement) et de bases de données disponibles sur le marché permet, aujourd'hui, à un plus grand nombre d'acteurs extérieurs d'évaluer les gérants et de mettre en circulation ces évaluations dans des cercles beaucoup plus larges, voire carrément publics. Ce processus affiche publiquement la valeur d'un gérant.

423

Une première conséquence est que ces opportunités nouvelles de sélection créent une incitation au renouvellement des gérants. La seconde conséquence tient au fait que l'évaluation est désormais conçue comme un produit marchand, conçu par des intermédiaires à des fins de circulation marchande : consultants ou autres intermédiaires spécialisés, agences de notation des fonds (*funds rating agencies*, qui proposent une évaluation qualitative des processus de décisions des gérants) et firmes de classement de fonds (*funds ranking*, s'en tiennent à comparer les fonds sur la base de leur historique de performances). Les firmes engagées dans la commercialisation de l'évaluation sont de trois types. D'une part, les fabricants de *package* d'aide à la décision auxquelles les sociétés de gestion tendent à déléguer la définition de leurs outils de prise de décisions (logiciels de gestion de portefeuille) plutôt que de maintenir des logiciels faits maison (BIS, 2003). D'autre part, les fournisseurs d'indices (*index providers*), indices qui ont remplacé les *benchmarks* de groupes de pairs, auparavant utilisés pour étalonner la mesure de performance. Certes, ces derniers présentaient l'inconvénient de favoriser des comportements mimétiques et la création d'indices plus généraux était censée éviter trop de consanguinité. Pourtant, le faible nombre d'indices de marché utilisés aujourd'hui conduit à nouveau à une convergence des comportements. Par ailleurs,

il suggère qu'il devient plus difficile de fonder les décisions d'investissement sur les relations à long terme des prix d'actifs (BIS, 2003). Enfin, les agences de notation financière qui, grâce à une politique commerciale très agressive (notation de crédit non sollicitée, notation de l'*asset management*) (Gerst, 2004), ont gagné la confiance des investisseurs pour des indicateurs synthétiques qui prétendent résumer la qualité des titres financiers comme celle des prestations de gestion.

Ces trois types d'acteurs forment la structure institutionnelle de l'évaluation. Marchande par construction, cette évaluation est destinée à être utilisée par un grand nombre d'acteurs, à être mobilisée dans un grand nombre de situations. Elle est nécessairement standardisée. Elle conduit à une convergence des unités de mesure.

En imposant une unique mesure des comportements, les firmes d'évaluation imposent des comportements unifiés : l'évaluation des gérants leur impose de se situer à l'intérieur de la classification, d'employer les outils légitimes d'aide à la décision ; elle supprime les spécificités des *benchmarks ad hoc* et passe dans la « moulinette » de la standardisation de la notation financière.

Aussi, la circulation marchande des évaluations, parce qu'elle impose une standardisation, ne procure pas la diversité institutionnelle dans laquelle pourrait émerger une spécificité propre à l'évaluation de long terme mais assoit, au contraire, le règne d'une norme financière unique. La création d'un marché de l'évaluation, que celle-ci porte sur les gérants ou les émetteurs, est donc directement responsable de l'homogénéisation des méthodes d'évaluation et de leur alignement sur les principes d'investissement à court terme.

Au final, les firmes d'évaluation ont fabriqué des produits et des procédures qui ont remplacé des pratiques d'évaluation plus locales et interpersonnelles. Leur « modèle d'affaire » dispose d'une grande visibilité pour leurs actionnaires : large clientèle, parfois quasiment captive, diffusion internationale de leurs produits. Aussi, la contestation de leurs pratiques d'évaluation à l'aide d'un autre modèle d'affaire est difficile et semble actuellement s'organiser « hors marché », autour d'un subventionnement par les investisseurs eux-mêmes d'une analyse financière alternative⁴.

LE BÉNÉFICE POUR LES INVESTISSEURS : LA « RÉACTIVITÉ MARCHANDE »

La constitution de cette infrastructure de marchés de prestataires a provoqué, du point de vue des investisseurs de long terme, un « détricotage » de leur mode relationnel antérieur. Cette tendance s'est particulièrement manifestée après la crise boursière de 2000. Les

investisseurs ont alors recouru plus massivement à trois types de stratégies : la gestion alternative, la multigestion et l'achat de fonds ouverts. On va voir que leur dénominateur commun est de favoriser une circulation plus rapide des produits et des personnes.

*Perte de contrôle dans l'espoir de rendement :
l'adoption des stratégies alternatives*

L'investissement des grands fonds de pension publics dans les *hedge funds* constitue un exemple de ce processus d'adoption de produits initialement destinés à d'autres types d'investisseurs. Avant la crise boursière de 2000, les fonds de pension n'éprouvaient pas la nécessité d'investir sur ce segment qui existe pourtant depuis longtemps. Ces pratiques étaient marginales et considérées comme trop risquées. Il a fallu la baisse des rendements sur les marchés d'actifs traditionnels, à partir de 2001, pour que les investisseurs institutionnels de long terme commencent à s'intéresser à ce segment et lui confèrent le statut d'investissement légitime⁵. La recherche d'une amélioration du rendement global des portefeuilles justifie alors, et alors seulement, l'intégration des *hedge funds* à l'univers d'investissement des investisseurs institutionnels de long terme.

Cet exemple se comprend dans le contexte de l'éclatement de la bulle Internet qui conduit les acteurs financiers à constater l'échec de leur modèle de gestion dite *benchmarkée* qui consistait à définir très précisément les objectifs des gérants et à encadrer leur action en fixant un *benchmark* de comparaison. En complète opposition avec ce type de délégation, le modèle postérieur à la crise de 2000 a consisté à rechercher une meilleure réactivité aux événements du marché quitte à laisser plus d'autonomie à certains gérants dont les performances étaient particulièrement bonnes sur un historique très récent : la gestion spécialisée alternative (*hedge funds*, *private equity*, fonds immobiliers) et la multigestion. Le point commun à ces différentes formes de délégation d'investissement est que les investisseurs y acceptent une perte de contrôle sur la gestion en échange de l'espoir de meilleures performances financières.

Le problème de la gestion spécialisée est en effet qu'elle ne bénéficie pas toujours d'un véritable système de contrôle. Sur les segments de marché concernés, le faible nombre d'acteurs, la faible liquidité et l'inefficacité de ces marchés, l'absence de contraintes réglementaires, notamment en termes de divulgation des performances, ne rendent pas ces activités lisibles de manière publique. Quant à la relation bilatérale entre investisseur et gérant, le *reporting* n'est que mensuel et la qualité de l'information obtenue par l'investisseur dépend souvent de son pouvoir de marché. Ces segments d'investissement initialement

destinés à des acteurs plus initiés ou plus puissants ne se sont pas suffisamment « démocratisés » avec l'arrivée des fonds de pension à leur capital pour que ce type d'investissement soit contrôlable par ces investisseurs.

Perte du sens économique de l'investissement : la multigestion

La multigestion est une autre innovation qui, elle aussi, réduit le contrôle des investisseurs sur les gérants. L'investisseur sélectionne un multigérant qui lui vend un produit fabriqué à partir de la sélection et de l'assemblage de fonds existants, gérés par d'autres⁶. En cas d'insatisfaction sur la performance de l'un d'entre eux, le multigérant vend ses parts de fonds « simplement » sur le marché et n'a pas à rompre un contrat de mandat comme devaient le faire les responsables fiduciaires des années 1970-1980.

Cette possibilité structurelle de vente rapide conduit-elle à une gestion à plus court terme des investissements, un *turn over* supérieur des gérants aval ? En l'absence de données agrégées, on ne peut répondre précisément. Mais on peut étudier les incitations créées par ce dispositif de délégation. D'un point de vue structurel, le dispositif de multigestion crée un étage supplémentaire, un « filtre » (Swensen, 2000) entre celui qui est initialement responsable des actifs (l'investisseur) et celui qui prend les décisions de sélection des titres financiers (le gérant). Il contraint alors le multigérant à communiquer moins sur la base d'une compréhension fine de la stratégie des entreprises sous-jacentes que sur la base des chiffres de performance ou d'indicateurs d'attractivité. L'information économique et financière sur les sous-jacents réels aux titres financiers a été « digérée » sous forme d'indicateurs synthétiques plus abstraits pour être présentée à l'investisseur.

Certes, ce travail d'abstraction est propre à l'évaluation financière en général. Il permet une évaluation de la valeur fondamentale des titres que chaque acteur peut construire à partir d'informations standardisées et publiques. « Il s'agit alors pour l'investisseur de faire abstraction des formes productives pour juger de leur seule efficacité à produire de la valeur. C'est cette puissance d'abstraction que met en œuvre la liquidité lorsqu'elle reconstruit l'entreprise comme une série de grandeurs codifiées » (Orléan, 1999). La multigestion amplifie cette appréhension codifiée de la réalité économique.

Cette forme de communication va favoriser la transmission de la réactivité aux aléas des marchés financiers. Renseignés par les agences de notation de fonds sur les performances de chaque fonds, les multigérants sont tentés de réagir vite à des sous-performances car ils communiquent eux-mêmes sur des données synthétiques et sont, *in fine*, évalués à leur tour sur la base de leurs performances.

Par ce canal d'investissement, l'investisseur perd donc à nouveau la capacité de comprendre les facteurs fondamentaux de long terme qui pourraient le conduire à « donner du temps » aux entreprises dans lesquelles il investit. Parce qu'elle est fondée sur une réactivité à des indicateurs synthétiques, qui sont eux-mêmes rendus nécessaires par l'empilement des strates de délégation, elle est structurellement incompatible avec une compréhension économique industrielle de l'entreprise.

*Abandon des mandats de long terme contre l'espoir
d'une meilleure réactivité : l'achat des fonds ouverts*

Les investisseurs ont réagi à la dévalorisation de leurs portefeuilles consécutive à la crise boursière de 2000 en cherchant à augmenter les rendements. Le « désir » de rendement (Ennis, 2007) s'est manifesté selon un impératif : être « réactif » au marché. La réversibilité des engagements est devenue le principe qui semble désormais guider prioritairement les choix en matière d'organisation du processus d'investissement. Toute forme de relations, qu'il s'agisse d'un engagement contractuel ou d'un produit financier, est jugée du point de vue de la capacité à en sortir au plus vite si le besoin s'en fait sentir.

La réactivité s'est ainsi exprimée par la remise en cause des mandats de gestion, par un *turnover* des gérants plus important (les interviewés parlent de « l'ère du zapping »), voire par l'abandon du mandat au profit de l'achat de fonds. Une défiance envers les relations personnalisées, établies de plus ou moins longue date, semble s'être progressivement installée. Non pas que cette défiance soit assumée par les personnes. Mais elle est provoquée par les procédures légitimes de recrutement et de contrôle, dont les appels constituent un bon exemple. Ainsi, dans le schéma relationnel défini par cet ensemble de procédures de délégation, non seulement il n'est plus nécessaire de nouer des relations de confiance complexes et de long terme entre *trustees* et gérants, mais il semble même dangereux de le faire. Il suffit de s'adresser au marché, tant pour recruter des personnes que pour sélectionner des produits, puisqu'on y trouve aussi les outils pour évaluer ces personnes et ces produits.

Ce raisonnement trouve effectivement une réalisation sociale concrète depuis la crise boursière de 2000 : les investisseurs finaux délaissent progressivement la forme contractuelle du mandat fiduciaire pour lui préférer l'achat en direct de produits financiers négociables, parts de fonds ou de fonds de fonds. Les relations de mandat sont en effet de plus en plus considérées par les protagonistes comme « lourdes » du fait des procédures de révocation et de remplacement des mandataires⁷. Les investisseurs souhaitent ainsi « se libérer » de l'obligation de rester avec un même gérant pendant la durée d'un

mandat, soit environ trois ans. Les termes utilisés par les acteurs interviewés pour décrire cette relation contractuelle font état de leur lassitude par rapport à ce mode relationnel, hérité des années 1970-1980.

L'achat de produits négociables présente au contraire, selon eux, l'avantage d'une réversibilité de la position, réversibilité garantie soit par la liquidité dudit produit sur le marché financier, soit par l'obligation juridique de rachat pour les fonds communs. Dans une certaine mesure, le contrat financier est en train de remplacer la relation de mandat fiduciaire⁸ qui liait contractuellement investisseurs et gérants.

Cet abandon de relations contractuelles spécifiques à la bilatéralité de deux agents au profit d'une relation plus « anonyme » et « marchande » a deux conséquences pour notre problématique.

D'une part, les fonds ainsi achetés en direct sont la plupart du temps ouverts au public ou, tout au moins, à un grand nombre de souscripteurs. Aussi, l'investissement fait dans ces fonds ne saurait être orienté par des considérations propres à un seul type de souscripteur. Il est donc vain de prétendre faire valoir un horizon d'investissement en propre dès lors qu'on s'adresse à ces fonds.

D'autre part, les agents qui fabriquent ces produits plus ou moins standardisés, destinés à un ensemble indistinct d'investisseurs, ont une préférence pour des horizons de gestion de court terme parce que ceux-ci leur permettent d'afficher rapidement une performance et donc d'avoir une « valeur » sur le marché concurrentiel des prestataires de gestion.

Finalement, le renoncement au mandat fiduciaire signifie l'abandon d'un levier dont pouvaient disposer les investisseurs pour instaurer un mode de délégation plus adapté aux exigences d'investissement à long terme.

Au total, les pratiques des années 2000 (abandon du mandat fiduciaire, gestion alternative, multigestion), parce qu'elles construisent une multiplication des niveaux de délégation et, par conséquent, un empilement des niveaux de contrôle, ont favorisé une perte de la signification économique des investissements pour l'investisseur final. Ce pilotage par des normes et contrôles procéduraux est typique de ce phénomène de délégation en chaîne qui rend très difficile un pilotage par des normes substantielles (Shapiro, 1987). En l'espèce, un retour à des considérations sur l'économie réelle est difficile.

La relation principal-agent n'explique pas à elle seule le raccourcissement des horizons de gestion. Cette relation existait déjà entre banquiers et entrepreneurs ou *mutual funds* et entrepreneurs, dans les

années 1950-1960. L'investissement de long terme était alors possible du fait d'une confiance interpersonnelle entre les acteurs économiques, établie sur une base territoriale locale et dans un contexte réglementaire qui limitait les innovations financières (Roe, 1994). La libéralisation de la finance, à partir des années 1970, et l'expansion des opportunités d'investissement, depuis les années 1990, rendent ce fonctionnement plus marginal tandis que des substituts organisationnels, les marchés de prestataires, permettent l'exercice d'une « confiance impersonnelle » (Shapiro, 1987). Les investisseurs déposent leur confiance envers les gérants dans des procédures et institutions, dispositifs qui sont censés canaliser donc garantir le comportement des gérants.

Ces procédures et institutions favorisent structurellement les investissements de court terme du fait de leur organisation sous forme de marchés, en particulier du fait de :

- 1 - la forme du contrôle exercée sur les prestataires (qui les incite à justifier rapidement leur recrutement) ;
- 2 - leur mise en concurrence (qui les place dans une comparaison permanente avec leurs rivaux) ;
- 3 - la nécessité dans laquelle ils se trouvent de fabriquer des produits marchands donc standardisés (pour un vaste public) ;
- 4 - la visibilité publique de leurs performances (qui renforce l'observation mutuelle et le mimétisme). Cette organisation sert les intérêts des prestataires en leur permettant d'afficher une valeur à ce qu'ils font, valeur établie selon une norme partagée par tous.

Certes, les investisseurs de long terme sont sans doute capables de produire un écart par rapport à ces manières de penser et de faire dominantes. Mais, encastrés dans la structure organisationnelle et psychique propre à ces marchés, ils peuvent difficilement sortir du schéma général des relations fondé sur ces formes d'externalisation : délégation d'investissement, externalisation de l'évaluation. En conséquence, leur autonomie d'action est canalisée par les schèmes dominants propres à ces formes d'externalisation : impératif d'une surveillance fréquente des performances, légitimité d'une évaluation externe.

Pourquoi est-il si difficile de concevoir d'autres formes d'interaction ? Parce que ce que ces marchés produisent, ce ne sont pas des structures d'interaction interindividuelle à l'intérieur desquelles les agents singuliers pourraient imaginer des alternatives, mais ce sont des « normes » qui régissent l'ensemble du champ, des schèmes partagés, des procédures qui s'imposent : des règles de gouvernance et d'échange, des conceptions stratégiques partagées qui construisent une compréhension commune du monde à partir de laquelle tous les acteurs interprètent les actions des autres et se représentent leurs propres actions.

Les schèmes ainsi véhiculés sont désormais indépendants de leurs

conditions d'émergence. Ils sont non seulement acceptés par tous les participants au marché financier mais tenus pour seuls efficaces. Leur remise en cause ne peut plus provenir de considérations d'efficience ou de rationalité.

Par leur taille et leurs enjeux, les fonds souverains ont l'opportunité de relever ce défi : instaurer un nouveau cadre de gestion financière.

NOTES

1. Les *proxies* utilisés pour mesurer ce « court-termisme » sont : la variation d'exposition aux actifs risqués, le taux de rotation des portefeuilles, le taux de rotation des gestionnaires dans les mandats, le taux de rotation des gestionnaires au sein des sociétés de gestion. On dispose d'analyses statistiques pour les deux premiers : une exposition accrue aux actifs risqués (de 40 % en 1994 à 73 % en 2005) et une rotation accrue des portefeuilles (Artus, 2006). L'analyse des taux de rotation par type d'investisseurs montre une grande diversité des comportements (Dupuy, 2006). Pour une analyse de l'effet de la structure de la délégation sur l'investissement, voir : Artus (1995).

En 2007, la durée moyenne des engagements de passif des fonds de pension à prestations définies états-uniens était de 14 ans contre une durée moyenne des portefeuilles d'actifs correspondant de 4 ans (McKinsey, 2007).

2. Sur la mise en place de l'industrie de la mesure de performance et l'expansion des firmes de consultants, voir : Clowes (2000).

3. Voir : la notion de « concurrence cupide » développée par F. Lordon à propos de la crise des *subprimes* (2008).

4. Certains investisseurs se sont fédérés pour aider les firmes de courtage à développer une recherche financière plus focalisée sur la problématique de l'évaluation de long terme (*Enhanced Analysis Initiative*). Ils allouent 5 % de leurs frais de courtage à cet effet.

5. A l'exception de quelques fondations d'universités états-uniennes entrées sur ce segment dans les années 1980.

6. Les actifs sous gestion dans des fonds de fonds sont passés de 255 Md\$ en 2001 à 1 037 Md\$ en 2006 et les actifs sous gestion dans des gérants de gérants de 244 Md\$ à 639 Md\$ (Cerulli Associates, 2007). Les fonds de *hedge funds* sont passés de 264 Md\$ à 953 Md\$ pendant la même période.

7. Évolution rapportée par plusieurs personnes interviewées et les intervenants de la formation « la délégation de gestion, enjeux et mise en place », 17-18 octobre 2006, EFE (Édition Formation Entreprise) Paris.

8. Selon une enquête BNP Paribas (2005), les parts respectives des véhicules d'investissement utilisés par les investisseurs institutionnels évoluent de la façon suivante entre 2002 et 2004 : les OPCVM dédiés passent de 65 % à 61 %, les OPCVM ouverts de 25 % à 31 %, les mandats restent stables en dessous de 10 %.

Selon *Les Echos* (29 mai 2006), entre 2004 et 2005, la part des fonds ouverts dans les actifs délégués des institutionnels a grimpé de 31 % à 43 % (et même 65 % chez les assureurs) au détriment des fonds dédiés qui eux reculent de 61 % à 45 %. Cette tendance serait propre aux institutionnels français plus tentés par le *market timing* que leurs homologues d'Europe du Nord qui, eux, privilégient l'allocation stratégique de départ comme principale source de performance. L'étude OFGRI (2003) ne fournit pas les mêmes chiffres, mais confirme la tendance à la croissance de la part des fonds ouverts en France.

Au niveau européen, l'EFAMA (2008) confirme que les mandats discrétionnaires constituent une large

part des actifs sous gestion (47 %), mais qu'ils sont partiellement investis en fonds d'investissement (32 % en Italie, 19 % en France).

Aux États-Unis, les ventes de fonds communs (*mutual fund*) via des intermédiaires et aux investisseurs institutionnels représentent 77 % du total de leurs ventes en 1990 et 89 % en 2006. Selon ICI (2007), « *in the 1990s, many funds that were traditionally sold directly to fund investors increased their sales of fund shares through fund supermarket, employer-sponsored retirement plans and fee-based financial advisers. The share of new sales of these direct-marketed funds through these and other third parties rose from one-third in 1990 to two-thirds in 2006* ».

BIBLIOGRAPHIE

- ABOLAFIA M. (ed.) (2005), *Markets*, Northampton, E. Elgar publishing.
- AGLIETTA M., MONTAGNE S. et REBERIOUX A. (2007), *Investisseurs à long terme et gouvernance*, Rapport de recherche, Paris, Fondation CDC pour la recherche.
- ARTUS P. (1995), *Anomalies sur les marchés financiers*, Paris, Économica.
- ARTUS P. (2006), « Voit-on des signes de court-termisme des investisseurs ? », *Flash Marchés Recherche économique IXIS*, n° 2006-167.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2003), *Incentives Structures in Institutional Asset Management and their Implications for Financial Markets*, Committee on the Global Financial System.
- CERULLI ASSOCIATES (2007), *Global Multimanager Survey*.
- CLOWES M. (2000), *The Money Flood, How Pension Funds Revolutionized Investing*, New York, John Wiley & Sons.
- DUPUY C. (2006), « Fiduciary Ownership and the Models of Capitalism : Turn, Turn, Turn ? » université Bordeaux IV.
- EFAMA (2008), *Annual Asset Management Report : Facts and Figures*, juillet 2008.
- ENNIS R.-M. (2007), « Investment Policy : Bridle of Want », *Financial Analysts Journal*, vol. 63, n° 2, p. 8.
- FLIGSTEIN N. (2001), *The Architecture of Markets, an Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton University Press.
- GERST C. et GROVEN D. (2004), *To B or not to B. Le pouvoir des agences de notation en question*, Paris, Village Mondial.
- INVESTMENT COMPAGNY INSTITUTE (ICI) (2007), *Investment Company Fact Book, a Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry*, 47^{ème} Édition : www.icifactbook.org.
- LAKONISHOK J., SCHLEIFER A. et VISHNY R. (1992), « The Structure and Performance of the Money Management Industry » *Brookings Papers : Microeconomics*, 1992, pp. 339-391.
- LORDON F. (2002), *La politique du capital*, Paris, Odile Jacob.
- LORDON F. (2008), *Jusqu'à quand ?*, Paris, Raisons d'Agir.
- McKINSEY and COMPANY (2007), *The Coming Shakeout in the Defined Benefit Market*, voir le site : <http://www.mckinsey.com/>.
- MONKS R. (2007), « Two Challenges for Fiduciary Capitalism », *Corporate Governance*, vol. 15, n° 3, pp. 486-492.
- MONTAGNE S. (2006), *Les fonds de pension entre protection sociale et spéculation financière*, Paris, Odile Jacob.
- OFGRI (2003), *9^{ème} enquête annuelle sur la gestion des réserves des investisseurs institutionnels - Synthèse des résultats*, Observatoire français de la gestion des réserves des investisseurs institutionnels, juin 2003.

- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- POWELL W. et DiMAGGIO P. (ed.) (1991), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press.
- ROE M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- SHAPIRO S. (1987), « The Social Control of Impersonal Trust », *The American Journal of Sociology*, vol. 93, n° 3, pp. 623-658.
- SWENSEN D. (2000), *Pioneering Portfolio Management: an Unconventional Approach to Institutional Investment*, New York, Free Press.