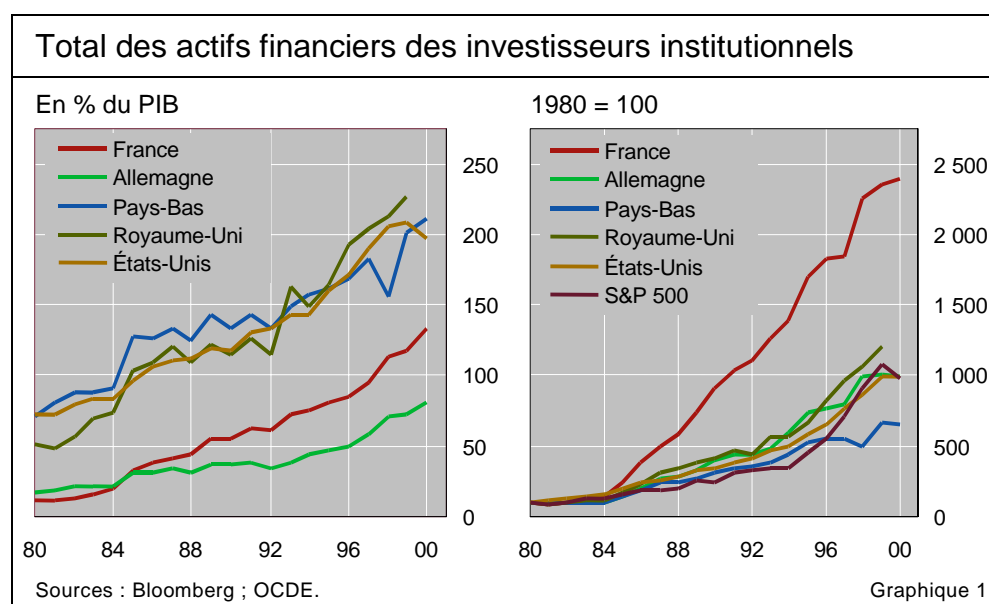


Gestion institutionnelle d'actifs : tendances du secteur, incitations et implications pour l'efficience de marché¹

Ces dernières années, les investisseurs ont de plus en plus délégué la gestion de leurs portefeuilles à des gestionnaires institutionnels. L'ampleur de cette évolution est illustrée par l'augmentation des volumes d'actifs confiés aux différentes catégories d'investisseurs institutionnels opérant dans les divers pays (graphique 1). En outre, les tendances démographiques vont vraisemblablement favoriser longtemps encore l'expansion de ce secteur.

La gestion institutionnelle s'est développée en volume et en importance ...

La gestion institutionnelle se caractérise essentiellement par l'existence d'une série de processus de délégation reliant les trois éléments d'un « triangle » formé par les capitaux investis, leurs détenteurs et leurs gestionnaires. De ce fait, les structures contractuelles visant à aligner les facteurs d'incitation des détenteurs des fonds sur ceux des personnes chargées de les gérer sont partie intégrante de cette activité - et sont appelées à suivre l'évolution dans ce secteur.



¹ Cette étude résume les principales conclusions d'un rapport publié par le Comité sur le système financier mondial ; les erreurs et omissions éventuelles sont le fait de l'auteur. Les points de vue exprimés ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

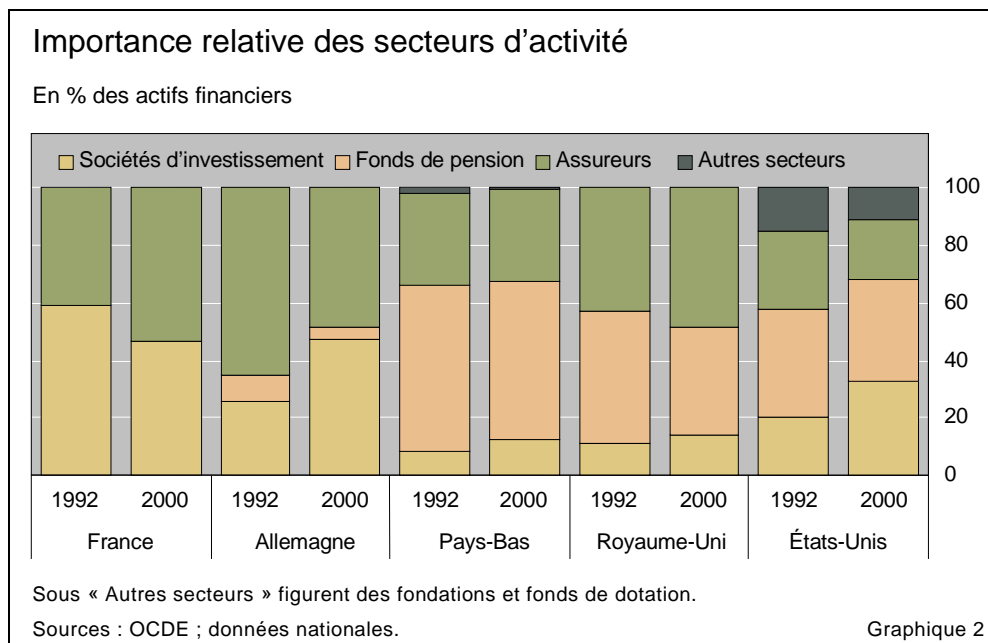
L'allocation d'actifs ne peut être sortie du contexte dans lequel sont prises les décisions. Il est donc évident que, dans la mesure où les tendances actuelles dans ce secteur pèsent sur les facteurs d'incitation des gestionnaires, elles sont susceptibles d'influer sur la prise de décision des investisseurs et sur leur comportement en matière de placement². Par voie de conséquence, les marchés mondiaux des capitaux peuvent s'en trouver affectés ; d'ailleurs, les hausses phénoménales, puis l'effondrement, des indices boursiers observés récemment sur les marchés internationaux ont suscité à cet égard une attention particulière.

... et les tendances dans ce secteur pourraient affecter les marchés des capitaux

Conscient de l'importance croissante que représente la gestion d'actifs pour les marchés des capitaux, le Comité sur le système financier mondial (CSFM), qui assure la surveillance des marchés mondiaux pour les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, a créé un groupe de travail chargé d'examiner ces questions. La présente étude donne un aperçu de ses travaux et fait ressortir certaines de ses principales conclusions, qui ont fait récemment l'objet d'un rapport³.

Des structures en évolution

Les gestionnaires institutionnels regroupent essentiellement les *organismes de placement collectif*, les *fonds de pension* et les *compagnies d'assurances*, qui constituent et gèrent des portefeuilles pour le compte de leurs clients, qu'il s'agisse d'investisseurs privés ou d'entreprises. Cette gestion peut être effectuée en interne ou confiée à des gestionnaires externes. Les fonds de



² Voir BRI (1998).

³ Le Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management était présidé par Michel Cardona de la Banque de France. Le rapport (CSFM, 2003) peut être consulté sur le site www.bis.org.

pension et compagnies d'assurances peuvent ainsi faire appel à l'extérieur pour gérer les fonds qui leur sont confiés ou bien offrir eux-mêmes de tels services à des tiers.

Favorisé par l'évolution démographique, la libéralisation financière et les progrès technologiques, le développement de la gestion institutionnelle à l'échelle mondiale s'est accompagné d'une profonde restructuration du secteur ; celle-ci a été notamment caractérisée par un réaménagement graduel de l'importance des divers domaines d'activité (graphique 2) et par l'atténuation progressive des limites traditionnelles entre les différents acteurs. Ainsi, les compagnies d'assurances ont lancé leurs propres fonds de placement et fournissent désormais des prestations de retraite, tandis que les banques acquièrent des sociétés de gestion d'actifs et des compagnies d'assurances, ce qui rapproche les différents domaines.

Bien que cette évolution ait présenté des aspects différents selon les pays, trois tendances principales sont communes à l'ensemble de la gestion institutionnelle : importance de plus en plus grande des portefeuilles indiciels ; diversification croissante des catégories d'actifs ; consolidation et spécialisation du secteur.

Indexation

La tendance la plus significative est peut-être la popularité croissante des stratégies de gestion passive, c'est-à-dire fondées sur un suivi indiciel. Créé en 1971 par la Wells Fargo Bank, le premier fonds indiciel, d'un montant initial de \$6 millions provenant du fonds de pension de Samsonite Co, visait à répliquer l'indice S&P 500. Depuis, le nombre des portefeuilles indiciels n'a cessé de croître, enregistrant notamment une progression mondiale de quelque 70 % entre 1998 et 2001, en dépit de différences régionales qui restent importantes. Les fonds indiciels représentent aujourd'hui approximativement 30 % des placements en actions et obligations aux États-Unis et 20 % au Royaume-Uni. Dans l'ensemble de l'Europe, en revanche, environ 5 % seulement de la totalité des actifs et autour de 10 % des portefeuilles d'actions sont gérés passivement (tableau 1).

Cette évolution a été favorisée par l'essor des indices de référence axés sur la capitalisation et par la prise de conscience que, tout au moins sur les plus grosses places financières et les plus efficaces sur le plan de l'information, la gestion active ne générerait pas, en moyenne, des rendements suffisants pour en compenser les coûts⁴. Compte tenu des faibles commissions appliquées, le suivi indiciel a donc semblé offrir aux investisseurs une possibilité de réaliser une plus grande diversification et celle, en fait, de « tenir le marché » à un coût relativement peu élevé. Jusqu'à une date récente, l'envolée des marchés des actions a encore renforcé l'attrait des fonds passifs, dont le mode de gestion permettait de prendre des expositions sur actions,

⁴ Voir Sharpe (1966) et Jensen (1968). Bien que les gestionnaires individuels soient en mesure de réaliser des rendements excédentaires, une étude empirique approfondie révèle qu'ils ne revêtent pas généralement un caractère permanent (Carhart, 1997).

| Répartition des actifs institutionnels en 2001 | | |
|--|--------|------------|
| En % | | |
| Catégorie d'actifs | Europe | États-Unis |
| Titres cotés | 44 | 54 |
| Gestion active | 90 | 64 |
| Gestion passive | 10 | 36 |
| Titres à revenu fixe | 43 | 32 |
| Gestion active | 98 | 87 |
| Gestion passive | 2 | 13 |
| Marchés monétaires | 8 | 9 |
| Immobilier | 4 | 2 |
| Divers (dont fonds spéculatifs) | 1 | 3 |

Sources : UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002) ; *Pensions and Investments* (2002).

Tableau 1

à des conditions avantageuses, dans un contexte de rapide valorisation des cours.

En matière de fonds passifs, les stratégies optimisées ont récemment pris de l'ampleur. Fondées sur la prise de conscience que la garantie d'un écart de suivi (*tracking error*)⁵ proche de zéro augmente sensiblement les coûts de transaction, ces stratégies autorisent une réplique assez libre d'un indice donné ; cela permet alors une gestion plus souple des ajustements nécessaires en cas de modifications des pondérations des indices. L'intérêt suscité par ce type de stratégies s'explique peut-être aussi par l'ancienne pratique consistant à axer les indices de référence sur la capitalisation de marché globale plutôt que sur le flottant⁶. De ce fait, les actions de sociétés fortement capitalisées mais disposant d'un faible flottant, par exemple dans le cadre d'une scission, avaient tendance à être très volatiles et pouvaient se faire rares, en cas de pondérations d'indices fondées sur la capitalisation de marché globale.

Dans le même temps, les fonds indiciels sont toujours beaucoup moins populaires sur le marché obligataire que sur celui des actions, et ce pour deux raisons. Premièrement, si le risque idiosyncrasique est très élevé pour les actions individuelles, il l'est nettement moins pour les obligations, à cause de la très forte corrélation des taux d'intérêt. L'avantage de la diversification étant moins évident, l'attrait de l'indexation pour les portefeuilles d'obligations s'en trouve limité. Deuxièmement, la réplique des indices obligataires est plus complexe, notamment en ce qui concerne les émissions d'entreprises. Des ajustements sont nécessaires, par exemple sur les principales dates de

... mais sa popularité varie selon les marchés

⁵ On désigne par écart de suivi (*tracking error*) l'écart type des rendements excédentaires d'un portefeuille vis-à-vis d'un indice sur une période donnée ; il mesure donc l'écart de rentabilité par rapport à la référence choisie. Les mandats de gestion prévoient tous aujourd'hui des limites aux écarts de suivi autorisés, même si la gestion du portefeuille de base est active.

⁶ On désigne par *flottant* la valeur de marché de l'encours d'un titre pouvant être négocié librement par les investisseurs institutionnels et privés.

remboursement des coupons et pour tenir compte des émissions venant à échéance et des adjudications. Il est difficile, en outre, de pondérer avec précision un indice obligataire en fonction de sa valeur de marché, étant donné que l'encours de chaque composante peut ne pas apparaître clairement du fait des coupons détachés (pour les obligations d'État), des remboursements anticipés (pour les titres hypothécaires) et des clauses optionnelles (pour les obligations d'entreprises).

La tendance à l'indexation inclut de plus en plus non seulement la gestion de fonds pour la grosse clientèle, par exemple pour le compte d'un fonds de pension, mais aussi la gestion d'actifs institutionnels, à l'égard de la clientèle privée. Bien que les OPCVM indiciels existent depuis déjà quelque temps, les fonds indiciels négociables en Bourse (ETF = *exchange-traded funds*) sont un phénomène relativement récent. Ce sont des paniers d'actions ou, dans certains cas, d'obligations gérés passivement qui répliquent un indice donné et se négocient au quotidien sur les places boursières, tout comme des actions ordinaires. Le premier de ces fonds, répliquant l'indice S&P 500, a été lancé en 1993. Fin 2002, le volume net des ETF, calculé sur les 50 principaux fonds, s'élevait à \$159 milliards, soit autour de 6 % de la totalité des actifs indexés, dont quelque \$70 milliards gérés par dix seulement des plus gros fonds (tableau 2). Ces fonds présentent l'avantage de pouvoir être achetés sur prêt et vendus à découvert, en permettant aux investisseurs, le cas échéant, d'ajuster rapidement leurs expositions vis-à-vis du marché des actions. S'y ajoute en outre, pour la clientèle de particuliers, l'intérêt de faibles coûts annuels, malgré le versement de commissions sur les négociations, ainsi que celui d'une fiscalité intéressante. En effet, les actions n'étant pas remboursées en espèces par les ETF, il ne leur est pas nécessaire de détenir en prévision des liquidités ni de vendre des titres (éventuellement avec des plus-values) en vue de remboursements.

| Fonds indiciels négociables en Bourse : les dix premiers en 2002 | | |
|---|------------------------------|---------------|
| En milliards de dollars EU | | |
| Fonds | Indice répliqué | Actifs nets |
| SPDR Trust Series 1 | S&P 500 | 30,45 |
| Nasdaq 100 Trust Series 1 | Nasdaq 100 | 18,85 |
| Midcap SPDR Trust Series 1 | S&P Midcap 400 | 6,19 |
| Diamonds Trust Series 1 | Dow Jones Industrial Average | 3,84 |
| iShares S&P 500 | S&P 500 | 3,54 |
| iShares Russell 2000 | Russell 2000 | 2,64 |
| Vanguard Total Stock VPR | Wilshire 5000 | 1,17 |
| iShares S&P Smallcap 600 | S&P Smallcap 600 | 1,09 |
| iShares Russell 1000 Value | Russell 1000 Value | 0,87 |
| iShares Russell 2000 Value | Russell 2000 Value | 0,83 |
| Total : actifs des 10 premiers | | 69,47 |
| <i>Pour mémoire : actifs des 50 premiers</i> | | <i>158,90</i> |
| Source : <i>Pensions and Investments</i> (2002), au 30 août 2002. | | Tableau 2 |

Catégories d'actifs

La deuxième tendance importante a été la progression significative du nombre de catégories d'actifs différentes proposées à l'investisseur final. En fait, l'augmentation globale des actifs gérés par des professionnels, tant en termes absolus qu'en pourcentage du PIB, est allée de pair avec l'intérêt croissant pour les marchés et instruments non traditionnels. Cette évolution, qui recouvre le capital investissement et le capital risque, a, dans le même temps, accéléré l'expansion du volume des fonds placés auprès de gestionnaires non soumis à réglementation. Les actifs des fonds spéculatifs mondiaux⁷ seraient ainsi passés de \$120 milliards à quelque \$600 milliards entre 1994 et 2002.

L'augmentation des catégories d'actifs et des modes de placement ...

Les stratégies des fonds spéculatifs et structures de placements alternatifs étaient porteurs d'avantages liés à la diversification, du fait de leurs corrélations supposées faibles ou négatives avec les catégories d'actifs traditionnelles. Partant de là, on peut donc considérer les placements en fonds spéculatifs comme une réaction naturelle à la tendance actuelle à l'indexation et aux possibilités d'arbitrage susceptibles de se présenter. Or, malgré leur récente expansion, les placements alternatifs, tels que les fonds spéculatifs et le capital investissement, ne représentent toujours qu'une faible partie de l'ensemble des portefeuilles sous gestion institutionnelle (tableau 1).

Consolidation et spécialisation

La troisième grande tendance réside dans l'accentuation de la consolidation et de la spécialisation du secteur. La consolidation a surtout été encouragée par la progression de l'indexation et parce que les économies d'échelle ont favorisé les surperformances des fonds indiciels par rapport aux fonds sous

... ainsi que l'indexation ont favorisé la consolidation et la spécialisation

| Gestionnaires d'actifs indexés : les dix premiers en 2001 | | | | |
|--|---------------------------------|----------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Gestionnaire | Total des actifs (milliards \$) | Actions (% du total) | Titres à revenu fixe (% du total) | Indexation optimisée (% du total) |
| Barclays Global | 768,0 | 77,2 | 22,8 | 13,0 |
| State Street Global | 641,2 | 69,4 | 30,6 | 3,0 |
| Vanguard Group | 234,6 | 87,1 | 12,9 | 0,0 |
| Deutsche AM | 145,0 | 88,3 | 11,7 | 4,0 |
| TIAA-CREF | 85,6 | 100,0 | 0,0 | 90,0 |
| Mellon Capital | 79,7 | 82,5 | 17,5 | 5,0 |
| Fidelity Investments | 69,4 | 90,3 | 9,7 | 39,0 |
| Northern Trust | 62,6 | 73,0 | 27,0 | 0,4 |
| JPMorgan | 52,4 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| Dimensional Fund | 32,8 | 98,8 | 1,2 | 96,0 |
| Total : actifs des 10 premiers | 2 171,3 | | | |
| Pour mémoire : actifs des 60 premiers | 2 600,0 | | | |
| Source : <i>Pensions and Investments</i> (2002), au 31 décembre 2001. Tableau 3 | | | | |

⁷ Voir Tsatsaronis (2000).

gestion active, en particulier en période de marchés haussiers. Les fonds indiciels ont eu ainsi tendance à empiéter sur les volumes placés auprès des gestionnaires de fonds actifs traditionnels, contraignant ces derniers à réduire leurs commissions et renforçant les concentrations inter et intragroupes. En plus de leur influence normale sur les frais fixes, les économies d'échelle proviennent essentiellement de la baisse des coûts de transaction. Il existe à cela diverses raisons : la diminution globale du nombre de transactions nécessaires, la pratique d'opérations croisées, c'est-à-dire la vente et l'achat simultanés d'actifs hors marché pour plusieurs clients (*crossing of trades*), et le fait que la gestion passive évite la réalisation inutile d'opérations ayant pour seul but de générer des commissions (*churning*). C'est pourquoi la gestion passive est aujourd'hui dominée par un groupe relativement limité de gestionnaires, dont les trois principaux détiennent une large part du marché mondial (tableau 3). Même avec l'accélération de la consolidation, la diversification du secteur dans des catégories d'actifs non traditionnels impliquant une recherche intensive a incité les gestionnaires de fonds actifs à se spécialiser de plus en plus. En conséquence, le nombre de sociétés de gestion hautement spécialisées et non traditionnelles n'a cessé d'augmenter.

Évolution des structures d'incitation

Les structures d'incitation des gestionnaires institutionnels ont évolué ...

Les grandes tendances structurelles sous-jacentes analysées précédemment ont également contribué à modifier les facteurs d'incitation des gestionnaires institutionnels. Cette évolution peut revêtir une importance particulière car elle touche à la nature même de la gestion d'actifs, à savoir la séparation entre propriété et contrôle du patrimoine financier. Cette séparation, ainsi que l'existence correspondante de relations entre mandants et mandatés, a entraîné la mise en place de dispositions contractuelles visant à inciter les gestionnaires à la prudence.

Dans la pratique, les structures d'incitation sont généralement fondées sur un ensemble de règles simples, facilement vérifiables, qui reposent sur trois composantes principales :

- une *règle de participation aux bénéfices/structuration des commissions* visant à harmoniser les facteurs d'incitation en termes de rentabilité (par exemple, accompagner ou non d'une prime à la performance les commissions de gestion basées sur le volume d'actifs gérés) ;
- une *composante de performance relative*, calculée par rapport à un indice de référence, servant à assurer le suivi de la performance, à comparer les rentabilités et à veiller aux impondérables (par exemple, les chocs affectant l'ensemble du marché) ;
- des *contrôles de prise de risque*, tels que l'écart de suivi maximal autorisé, les exigences en matière de communication et les contraintes relatives aux choix et stratégies de placement.

On peut discerner trois grandes tendances : des dispositions contractuelles plus contraignantes, la place accrue accordée aux processus de placement et la modification de l'importance des différents modes de rémunération.

Du fait de la définition plus rigoureuse des dispositions contractuelles, la responsabilité de l'allocation stratégique des actifs revient de plus en plus aux détenteurs des fonds. On assiste ainsi au fractionnement des portefeuilles en un plus grand nombre de mandats spécialisés et à la prééminence croissante de stratégies et modes de placement spécifiques, tels que les placements en actions axés sur la croissance et le rendement⁸.

... du fait de la définition plus rigoureuse des mandats ...

Cette catégorisation des mandats de placement et la réduction de leur contenu s'accompagnent également d'une plus grande rigueur dans la gestion tactique au jour le jour, avec notamment un resserrement de l'écart de suivi et la généralisation d'autres contraintes, par exemple en matière de diversification et de limites pour des titres spécifiques. Ainsi, les mandats de placement en obligations restreignent fréquemment le choix du gestionnaire aux titres de bonne qualité. Cela permet d'abaisser les coûts liés au suivi du portefeuille tout en déterminant un plafond global de risque. Parallèlement, l'écart de suivi est aujourd'hui largement utilisé pour mesurer et contrôler le risque du portefeuille. En conséquence, même les portefeuilles sous gestion active se fondent souvent sur des écarts de suivi autorisés proches de l'indice de référence, qui s'en éloignent en fonction du degré de risque et du rendement attendu du portefeuille de référence. Si des contraintes contractuelles et réglementaires viennent s'ajouter aux limites de l'écart de suivi, la marge de manœuvre du gestionnaire peut s'en trouver sensiblement réduite, si bien que de potentiellement active la gestion devient quasi passive. C'est pourquoi, comme les stratégies passives optimisées⁹ ont récemment acquis une place prépondérante parmi les portefeuilles indiciaires, la frontière entre gestion active et passive tend à s'estomper quelque peu.

De surcroît, les investisseurs finals s'intéressent de plus en plus à la cohérence des processus et modes de placement. Généralement assistés de consultants, ils contrôlent et évaluent donc la performance du gestionnaire par rapport à des références appropriées dans ce domaine et étudient en détail les procédures appliquées par ce dernier qui leur paraissent susceptibles d'améliorer les performances à long terme. Au nombre de ces procédures, les contrôles des risques et systèmes de gestion des risques prennent une importance accrue. Bien qu'ils soient intégrés dans le processus d'évaluation, les résultats antérieurs ne sont donc plus considérés comme l'unique critère de sélection et d'évaluation des gestionnaires de fonds.

... et de l'intérêt croissant des investisseurs pour la cohérence des processus et modes de placement

Enfin, l'importance des différents systèmes de rémunération n'est plus la même. Le secteur semble accorder, en particulier, une place croissante aux

⁸ Les stratégies orientées sur la croissance recherchent des rentabilités supérieures à la moyenne, en investissant dans des entreprises dont les bénéfices sont supposés croître à un rythme plus soutenu que la moyenne par rapport au marché, c'est-à-dire dans des actions présentant un ratio cours/bénéfices élevé. Les fonds orientés sur le rendement misent sur les actions ayant un ratio cours nominal/cours réel ou cours/bénéfices inférieur à la moyenne, en recherchant des titres négociables au-dessous de leur valeur intrinsèque.

⁹ Des commentaires de marché situent l'écart de suivi moyen pour les portefeuilles *sous gestion active* autour de 1 % pour les investissements en obligations et entre 2 et 6 % pour les actions. Sont considérés *sous gestion optimisée* les portefeuilles présentant un écart de suivi autorisé proche de 0,25 % et 2 % respectivement pour les obligations et les actions et *sous gestion passive* ceux pour lesquels il est inférieur.

Les commissions sont aujourd'hui largement basées sur un pourcentage fixe du volume d'actifs géré

dispositions qui privilégient les commissions correspondant à un pourcentage fixe des actifs géré par rapport à celles fondées sur la performance, les niveaux de commissions variant en fonction des modes de gestion et des catégories d'actifs. Même s'ils ne sont pas effectivement axés sur la performance, les systèmes prévoyant un pourcentage fixe des actifs rémunèrent indirectement la performance relative du gestionnaire (par rapport à la rentabilité sur un indice de marché donné ou, plus rarement aujourd'hui, à la rentabilité générée par un groupe d'homologues servant de critères de performance), le lien entre performance et flux de capitaux jouant implicitement le rôle de structure d'incitation. Il convient de noter, cependant, que cette évolution, qui tend à abandonner les structures de commissions explicitement axées sur la performance¹⁰, ne vaut pas pour les fonds spéculatifs et autres structures de placements alternatifs, qui continuent à s'en remettre à la rentabilité absolue plutôt que relative.

Investisseurs institutionnels et efficience des marchés des capitaux

Les grandes tendances de la gestion institutionnelle ainsi examinées font ressortir diverses implications potentielles pour les marchés des capitaux. Certaines, qui concernent notamment leur efficience et leur volatilité, sont étudiées ci-après. D'autres, qui découlent de la modification des structures d'incitation, méritent également d'être soulignées par rapport à la liquidité de marché et aux besoins, tant des ménages que des gestionnaires, en matière de gestion des risques. Ces dernières implications, de même qu'un certain nombre d'effets liés aux stratégies adoptées, sont analysées en détail dans le rapport du CSFM (2003).

Grâce à leur dimension et à leurs horizons de placement potentiellement longs ...

L'efficience des marchés des capitaux repose sur la capacité de certains investisseurs d'agir sur des « erreurs de cours » apparentes et de les corriger. En général, ils vendront, parfois à découvert, des titres surévalués, tout en prenant une position longue correspondante sur des substituts proches de ces titres afin de couvrir leurs risques. En l'absence de substituts voisins, ou si l'investisseur opte pour une position ouverte de sens inverse, ces arbitrages présentent un risque intrinsèque. Les déséquilibres des cours sont non seulement difficiles à identifier mais ils peuvent également s'aggraver puis disparaître, ce qui signifie que, même si les prix finissent clairement par converger, de telles opérations risquent de générer des pertes temporaires substantielles. La question se pose alors de savoir si l'investisseur est prêt à tenir face à ces pertes temporaires et s'il dispose de liquidités suffisantes pour se permettre une telle stratégie. Dans un contexte d'arbitrages délicats, l'efficience des marchés exige donc la présence d'investisseurs dotés de fonds

¹⁰ Les spécialistes en la matière soulignent souvent les éventuels effets négatifs inhérents, en particulier, à l'asymétrie des commissions liées à la performance, par suite de la structure de rémunération de ces programmes qui s'apparente à des options. En outre, les gestionnaires eux-mêmes paraissent avoir fortement découragé la pratique de commissions explicitement basées sur la performance, car elles ont tendance à faire augmenter la volatilité des rémunérations.

suffisants et d'horizons assez longs pour conserver une position donnée jusqu'à ce que toutes les informations soient totalement intégrées dans les prix¹¹.

Grâce à leur dimension et à leurs horizons potentiellement longs, les investisseurs institutionnels pourraient être bien placés pour jouer ce rôle. Leur présence favorise, en principe, un processus de placement global plus rapide, complet et approfondi, qui va d'une meilleure collecte et analyse de l'information à une prise de décision plus cohérente. En d'autres termes, en supposant qu'ils investissent en se fondant sur les données fondamentales et qu'ils soient en mesure de conserver leurs positions suffisamment longtemps, leurs arbitrages pourraient stabiliser les prix des actifs en garantissant qu'ils ne s'écartent pas sensiblement des données fondamentales. Pratiquement pour les mêmes raisons, les investisseurs institutionnels devraient servir de fournisseurs structurels de liquidité de marché, notamment en période de tensions.

... les investisseurs institutionnels peuvent aider à corriger les erreurs de cours

Il convient cependant de se demander si, dans la pratique, certaines caractéristiques de la nouvelle configuration des structures d'incitation de la gestion institutionnelle ne sont pas susceptibles d'affecter l'aptitude de ces gestionnaires à s'appuyer sur leur dimension et, en principe, sur des horizons de placement relativement longs pour assumer les différents rôles indiqués précédemment. Si, par exemple, leur horizon effectif venait à se raccourcir, les prix pourraient ne pas converger suffisamment vite pour permettre de conserver leurs positions d'arbitrage à risque, ce qui empêcherait ou retarderait encore la correction des éventuels déséquilibres des prix.

On justifie fréquemment une telle éventualité par l'observation que les résultats des gestionnaires de fonds sont évalués en fin de compte les uns par rapport aux autres¹², étant donné que la performance d'un placement est essentiellement appréciée aujourd'hui par rapport à une référence. Afin d'éviter une sous-performance, les gestionnaires peuvent alors être incités à adopter un comportement grégaire, c'est-à-dire à clore une position existante ou à ne pas prendre une nouvelle position d'arbitrage pour ne pas risquer de perdre la face en agissant différemment de leurs homologues. De tels effets peuvent se produire pour les portefeuilles dont les performances sont clairement évaluées en fonction de celles de pairs, mais également en liaison avec la rémunération des gestionnaires. Dans ces cas-là, si les structures de commissions sont implicitement fondées sur les rentabilités par rapport à un indice de marché, les gestionnaires voudront rester proches de la référence pour éviter une sous-performance et des pertes en capitaux. Ils seront alors dans une position très difficile s'ils disposent justement des meilleures opportunités de profiter de positions adverses, c'est-à-dire si les déséquilibres des cours qu'ils essayent de corriger s'amplifient. La crainte d'une telle éventualité les rendra donc inévitablement plus prudents dès le départ. De ce fait, les incitations fondées

Les pratiques du secteur pourraient néanmoins constituer un frein ...

¹¹ Voir Shleifer et Vishny (1997).

¹² Voir Scharfstein et Stein (1990).

sur l'arbitrage pourraient être particulièrement inefficaces dans des circonstances extrêmes et contribuer à une instabilité potentielle.

... en limitant
la marge de
manœuvre des
gestionnaires

Certaines des évolutions actuelles dans ce secteur, exposées plus haut, semblent suggérer, en fait, que la capacité des investisseurs institutionnels d'adopter des stratégies d'arbitrage à risque pourrait s'être réduite. Il s'agit, entre autres, de la tendance générale à limiter le contenu des mandats de gestion, du choix de références de marché établies pour évaluer les performances et du resserrement de l'écart de suivi autorisé (voir encadré).

Mesure de performance, écart de suivi et comportement des investisseurs

Les investisseurs doivent pouvoir s'appuyer sur des critères objectifs pour évaluer soigneusement la performance du gestionnaire. Le plus fréquemment utilisé à cet effet consiste à comparer la performance par rapport à des indices de marché reconnus, tels que ceux des familles MSCI et S&P. Au cours des entretiens qu'ils ont eus avec le groupe de travail, les représentants du secteur ont laissé entendre que le recours croissant aux principaux indices de marché, conjugué à la tendance récente imposant des limites légèrement plus strictes aux écarts de suivi, pourrait harmoniser le comportement des investisseurs. Les personnes interrogées ont notamment cité trois facteurs, liés à l'utilisation des références de marché, qui pourraient aller parfois dans ce sens.

- Des titres surévalués ou de grosses émissions d'emprunteurs fortement endettés se retrouvent souvent dans les principaux indices, qui sont en général pondérés en fonction de la capitalisation boursière et tendent ainsi plutôt à inclure des titres surévalués que des valeurs sous-évaluées. Les gestionnaires peuvent donc se trouver contraints d'acheter ces actifs même s'ils les considèrent surévalués, car ils risqueraient autrement de dépasser les écarts de suivi convenus^①.
- Dès lors qu'un titre donné est inclus dans un indice, la possibilité de le sous-pondérer est limitée par l'écart de suivi autorisé. La conjonction de ces deux facteurs nécessite alors un arbitrage entre le risque d'un écart de suivi supérieur et celui de la détention de titres surévalués. Le problème se pose avec plus d'acuité pour les indices moins larges, qui peuvent être dominés par un nombre relativement petit de titres individuels.
- Dans l'hypothèse où un indice n'est que partiellement répliqué, les gestionnaires peuvent se voir contraints, par voie de conséquence, d'augmenter la proportion des titres phares de l'indice lorsque la hausse de sa valeur coïncide avec une sous-performance de ces titres par rapport à l'indice^②. Cela peut se produire pour des indices larges et pour ceux qu'il est difficile de répliquer, par exemple les obligations d'entreprises, tandis que les indices plus étroits sont généralement répliqués en totalité.

Étant donné que les indices de marché utilisés pour l'indexation sont surtout fondés actuellement sur les capitalisations (telles qu'elles sont définies par le flottant), les portefeuilles qui répliquent totalement l'indice sous-jacent se rééquilibreront d'eux-mêmes ; autrement dit, la valeur du portefeuille évoluera parallèlement à l'indice, évitant ainsi au gestionnaire de réaliser des ajustements, à condition toutefois que les composantes de l'indice restent inchangées. Les effets mentionnés ci-dessus sont donc beaucoup plus subtils qu'ils ne le seraient si la pondération des indices de marché utilisés pour l'indexation était équilibrée et ajustable ou si elle ne reposait pas sur la capitalisation de marché. Pour ces trois effets, de surcroît, des négociations sont toujours possibles entre le gestionnaire et son client, qui peut accepter un degré de personnalisation, par exemple en limitant certains actifs et, partant, d'éventuelles implications négatives.

^① Il est également possible que les gestionnaires soient contraints de vendre des actifs qu'ils auraient aimé conserver. Cela se produit, par exemple, lorsque les indices de référence sont basés sur des critères liés à la notation, tels que l'exclusion des obligations de qualité inférieure, comme c'est souvent le cas pour les indices obligataires. Un abaissement de notation amènerait ainsi à retirer l'émission concernée de l'indice, bien qu'avec un certain décalage, ce qui nécessiterait un rééquilibrage des portefeuilles et la vente forcée des obligations dégradées. Il peut en être de même si les mandats de gestion comportent des contraintes liées à la notation. ^② Il importe de noter qu'en principe ces répercussions peuvent être également négatives, en fonction de la structure des covariances entre les composantes majeures (titres phares) et l'indice global.

D'autres évolutions, cependant, semblent compenser ces effets. Sur le plan stratégique, l'augmentation du nombre des catégories d'actifs et des modes de placement devrait permettre aux particuliers de doser leur prise de risque. Étant donné que l'allocation stratégique est redevenue l'apanage des détenteurs des fonds, ces investisseurs individuels peuvent dès lors répartir leurs capitaux selon des catégories d'actifs et stratégies plus largement définies, en fonction de leur vision personnelle de l'évolution du marché. En outre, la proportion croissante de la gestion effectuée par des structures de placements alternatifs peut renforcer le rôle des investisseurs institutionnels, qui ne sont pas soumis à des contraintes aussi rigoureuses comme les indices de référence ou les limites d'écarts de suivi que leurs homologues traditionnels. Sur le plan tactique, le recours moins fréquent à des références basées (explicitement) sur les performances des pairs peut atténuer les pressions liées à la réputation que subissent les gestionnaires individuels, limitant ainsi les incitations à un comportement grégaire. De plus, l'intérêt croissant suscité par les processus de placement peut pousser l'investisseur final à conserver des intervalles d'évaluation de performance effective en période de résultats insuffisants, ce qui encouragerait les gestionnaires à entreprendre et à garder des placements à plus long terme dans des actifs apparemment mal évalués par rapport aux données fondamentales.

D'autres
tendances du
secteur semblent
cependant
compenser
ces effets ...

Malheureusement, il est très difficile d'établir l'incidence globale des divers effets examinés ci-avant, notamment parce qu'ils se compensent, tout au moins en partie. Peut-être n'est-il pas surprenant de constater que, tout compte fait, aucun élément empirique catégorique ne vient étayer l'hypothèse voulant que l'efficacité d'ensemble du marché (et sa volatilité) est anormalement affectée par les tendances actuelles du secteur, ou que les investisseurs institutionnels contribuent systématiquement aux distorsions de grande ampleur ou sont incapables de les corriger. On ne peut donc savoir avec certitude si, et dans quelle mesure, les modifications apportées aux structures d'incitation des gestionnaires institutionnels ont affecté leur aptitude globale à pallier les erreurs de cours des actifs. Même si les gestionnaires estiment parfois que l'horizon de leurs performances s'est raccourci, les opportunités de gains et l'accès quasiment libre au marché laissent envisager des incitations permettant de rectifier le manque de cohérence de cours à moyen terme, si les distorsions deviennent trop importantes. En conclusion, bien que quelques aspects structurels de la gestion institutionnelle donnent à penser que les gestionnaires disposent d'une certaine marge de manœuvre pour influencer les résultats du marché, il n'en existe pas de preuve convaincante.

... de sorte que
l'incidence globale
reste incertaine

Références

Banque des Règlements Internationaux (1998) : « Prix des actifs et gestion de portefeuille », *68^e Rapport annuel*, Bâle, pp. 81-103.

Carhart, M. M. (1997) : « On persistence in mutual fund performance », *Journal of Finance*, 52, pp. 57-82.

Comité sur le système financier mondial (2003) : *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, mars.

Jensen, M. C. (1968) : « The performance of mutual funds in the period 1945-1964 », *Journal of Finance*, 23, pp. 389-416.

Pensions and Investments (2002) : questions diverses.

Scharfstein, D. et J. Stein (1990) : « Herd behaviour and investment », *American Economic Review*, 80, pp. 465-479.

Sharpe, W. F. (1966) : « Mutual fund performance », *Journal of Business*, 34, pp. 119-138.

Shleifer, A. et R. W. Vishny (1997) : « The limits of arbitrage », *Journal of Finance*, 52, pp. 35-55.

Tsatsaronis, K. (2000) : « Fonds spéculatifs », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 64-75.

UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002) : *Global industry research : the future of asset management in Europe*, septembre.

