

**LES CONTRAINTES DES GESTIONNAIRES D'ACTIFS :  
LA PORTE OUVERTE A L'INEFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS**

**Christophe BARRAUD, 2008**

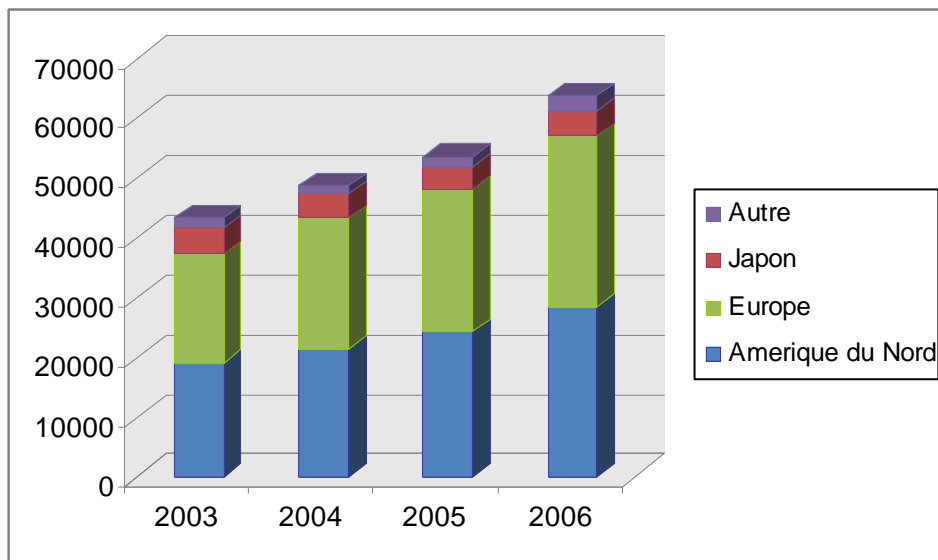
## Table des matières

Introduction.....	3
Rappel.....	7
I. Le rôle du benchmark dans les prises de décisions des gestionnaires d'actifs.....	8
II. Le processus d'investissement .....	11
III. Les contraintes réglementaires .....	13
IV. Volatilité.....	19
V. Préconisation des analystes .....	19
VI. Intensité concurrentielle .....	22
VII. La méthode de sélection des clients .....	25
VIII. Styles de Gestion .....	26
IX. Horizon d'investissement .....	27
X. Liquidité .....	28
XI. Gestionnaires d'actifs et mimétisme .....	30
XII. Coûts de transaction .....	32
XIII. Conclusion .....	34
Bibliographie .....	35

## Introduction

De nos jours, le système financier mondial est sans cesse en mutation, pour témoin, la croissance fulgurante, depuis la dernière décennie, de la gestion d'actifs, qui a bénéficié de nombreuses innovations dans ses pratiques, avec notamment le développement de la gestion déléguée par les investisseurs à des gérants de fonds. En effet, parmi les changements structurels récents du système financier, on observe qu'une part grandissante des placements financiers dans les pays industrialisés, n'est plus gérée de manière autonome par les investisseurs mais déléguée à des intermédiaires financiers. Selon le rapport de l'AMF (Décembre 2007) concernant l'évolution sur le plan mondial de la gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2006, les encours des 500 premières sociétés de gestion ont augmenté de 19,8 % en 2006 par rapport à 2005 pour atteindre un montant total de 63745 milliards de dollars, ce qui témoigne de la poursuite du développement de la gestion déléguée depuis quelques années. Le graphique suivant, récapitule l'ensemble des données collectées depuis 2003.

### **Répartition des encours des 500 premières SGP mondiales par zone géographique de leur pays d'origine en Milliards de dollars<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Source : Watson Wyatt Worldwide

Le dynamisme de la gestion d'actifs s'explique sûrement par les nombreux avantages que peuvent y trouver les investisseurs. Hormis le fait qu'ils puissent bénéficier des compétences des *asset managers*<sup>2</sup> en ce qui concerne le choix des actifs placés en portefeuille, il ne faut pas oublier que la gestion d'actifs offre la possibilité de diversifier un portefeuille pour un faible montant et engendre par la même occasion des économies d'échelle en matière de coûts de transaction et d'acquisition de l'information. L'engouement pour la gestion d'actifs n'est donc pas anodin ; il en résulte que les gestionnaires et les encours qu'ils gèrent, prennent de plus en plus de place au sein du système financier tant et si bien que leurs prises de décisions semblent en mesure d'impacter significativement l'ensemble des bourses mondiales. Il est donc nécessaire de comprendre comment s'établissent les choix des gestionnaires d'actifs, comment les contraintes auxquelles ils doivent se plier modifient leurs anticipations, et in fine vérifier si leur attitude est rationnelle et ne remet pas en cause le corollaire macro-économique de l'efficience informationnelle des marchés financiers, qui constitue aujourd'hui le noyau dur de la finance moderne. Rappelons que la théorie de l'efficience des marchés suppose que le prix observé sur un marché reflète toute l'information disponible ; ce prix englobe instantanément les conséquences des événements passés et reflète les anticipations concernant les événements futurs. FAMA (1965) fut le premier à donner une définition précise d'un marché financier efficient<sup>3</sup> : *Sur un marché efficient, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs avisés, crée une situation dans laquelle, à chaque instant, les prix des différentes valeurs reflètent les effets de l'information basée d'une part, sur des événements qui se sont déjà produits et, d'autre part, sur des événements que le marché s'attend à voir dans le futur. En d'autres termes le prix pratiqué est, à tout moment, une bonne estimation de la valeur intrinsèque du titre.* Par valeur intrinsèque, on fait référence à la notion plus connue de valeur fondamentale. En effet, à la base de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, se trouve l'hypothèse selon laquelle les titres possèdent une vraie valeur, appelée valeur fondamentale. La valeur fondamentale d'un titre peut se définir comme le flux de revenus qu'il va générer. Si on prend l'exemple des actions, alors ces revenus prendront la forme de dividendes versés par l'entreprise à ces actionnaires. La valeur fondamentale d'une action est donc égale à la valeur actualisée des flux des dividendes distribués par l'entreprise. Bien entendu, le montant des dividendes futurs n'est pas connu, et par conséquent, les investisseurs doivent les anticiper sur la base de l'ensemble de l'information dont ils

---

<sup>2</sup> Traduction anglaise de "Gestionnaire d'actifs"

<sup>3</sup> Dans ce mémoire, nous traiterons uniquement de l'efficience informationnelle des marchés financiers, nous mettrons donc de côté l'efficience allocationnelle et opérationnelle.

disposent. A cet égard, on suppose que les individus utilisent l'information de manière optimale, en d'autres termes, ils font des anticipations rationnelles. L'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers, dont la rationalité des investisseurs est une condition nécessaire, prétend que le prix observé sur le marché reflète au mieux, compte tenu de l'ensemble de l'information disponible, la valeur fondamentale. De ce fait, *un marché ne peut être considéré comme efficient que si les opérateurs sur ce marché ont des anticipations et un comportement rationnels. Remettre en question la notion d'efficience informationnelle revient donc à jeter un doute sur l'hypothèse d'agents rationnels capables de prendre des décisions qui maximiseront leur utilité*<sup>4</sup>. Toutefois, la rationalité des agents n'est pas la seule condition à l'hypothèse d'efficience informationnelle, on peut aussi citer le fait que l'information doit être commune et gratuite à tous les investisseurs (information parfaite), que ces derniers ont la capacité cognitive d'interpréter les informations et de réagir instantanément de telle sorte que le prix intègre instantanément l'ensemble des informations disponibles. Par ailleurs, une autre condition nécessaire est l'absence de coûts de transactions ; en présence de coûts de transactions, les agents n'effectueront leurs opérations que si le gain espéré est supérieur au coût, et donc toute opération n'ayant pas la capacité de générer des profits nets ne sera pas menée à son terme. Enfin, il faut que le marché soit suffisamment concurrentiel, qu'il soit liquide et que l'hypothèse d'atomicité des investisseurs soit vérifiée. Aucun investisseur ne doit avoir la capacité d'influencer le marché par ses prises de positions (achat ou vente) et en aucun cas le prix de l'actif ne doit varier suite à des problèmes de liquidité.

En résumé, la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers s'appuie essentiellement sur la rationalité substantive des agents. Ceux-ci sont censés connaître et avoir la capacité cognitive de traiter toute l'information disponible. En fonction de ces informations, les individus référencent les différentes situations possibles et leur assignent des probabilités d'occurrence, qui seront révisées en fonction des nouveaux flux d'informations, conformément à la règle de Bayes. Ils doivent ainsi étudier toutes les possibilités qui s'offrent à eux et prendre des décisions optimales qui leur permettent de maximiser leur utilité. Le fait éloquent est, que les émotions pouvant influencer la décision des agents sont écartées de ce modèle théorique, puisqu'elles sont résumées par le coefficient d'aversion au risque qui va déterminer si l'individu est risco-phobe, risco-phile ou neutre au risque. Il est donc indispensable de voir si le comportement des gestionnaires d'actifs s'apparente à ce modèle, et si ce n'est pas le cas, d'identifier quels peuvent être les motifs de cette incompatibilité.

---

<sup>4</sup> Source : " L'efficience informationnelle des marchés financiers " – Lardic – Mignon

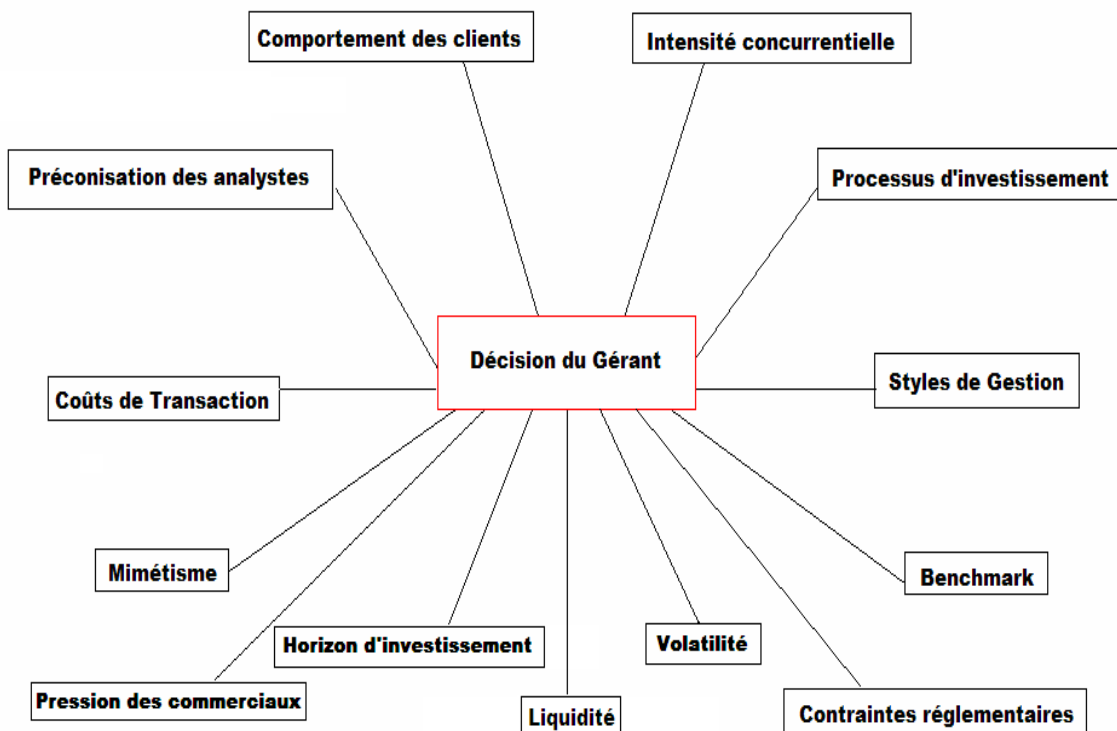
## **Problématique**

Bien que la théorie de l'efficience informationnelle est acquis un large crédit auprès des professionnels de la finance, et semble être vérifiée empiriquement sous les 3 formes mis en exergue par FAMA pour la tester, l'émergence des diverses crises, celle des années 2000 et maintenant celle des Subprimes, ravivent de façon continue le débat de l'efficience informationnelle et l'hypothèse selon laquelle les cours reflètent à tout moment la valeur fondamentale des titres. Bâtit sur ce genre de critiques, la finance comportementale offre des réponses en se basant sur une analyse des comportements des agents. L'objet de ce mémoire sera donc de raviver la controverse. Notre étude aura pour objectif de répertorier l'ensemble des contraintes pesant sur les gérants et de montrer en quoi ces dernières peuvent conduire à l'inefficience des marchés financiers.

## Rappel

Comme nous avons pu brièvement le souligner, le secteur de la gestion d'actifs est un secteur en pleine expansion bénéficiant à la fois du développement massif des fonds de retraites par capitalisations, de la demande des institutionnels et des ménages, en quête d'opportunités. Rappelons que le gestionnaire d'actifs a pour mission de gérer des fonds pour le compte de tiens en les plaçant sur les marchés financiers ; il doit être en mesure de sélectionner avec précision des titres qui permettront de générer un rendement satisfaisant pour l'investisseur (privé ou institutionnel). Nous allons étudier plus précisément le comportement des gestionnaires d'actifs dans la mesure où ces derniers semblent soumis à des contraintes spécifiques pouvant directement influencer leurs décisions. Nous verrons notamment que l'influence la plus importante émane du benchmark, mais il ne faudra pas non plus négliger l'impact du processus d'investissement ou bien des contraintes réglementaires. D'autres part, l'influence des autres acteurs tels que les analystes, les clients, mais aussi la logique des pressions auxquelles est confronté l'*asset manager* à l'intérieur et à l'extérieur de son organisation constituent tant de paramètres pouvant affecter les décisions qu'il sera amené à prendre.

### **Synthèse des différentes contraintes des gestionnaires d'actifs**



## D) Le rôle du benchmark dans les prises de décision des gestionnaires d'actifs

L'importance des benchmarks dans la gestion contemporaine résulte de la généralisation d'un processus qui se déroule en deux temps : les gestionnaires vont d'abord déterminer une « allocation stratégique », très souvent stable au cours du temps, puis choisiront « une allocation tactique ». Ces allocations dépendront des préférences de l'investisseur considéré. Elles devront prendre en compte ses caractéristiques spécifiques notamment en terme d'horizon d'investissement mais aussi d'aversion au risque.

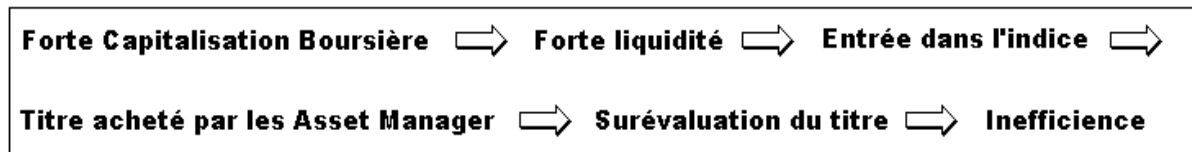
### Inclusion ou exclusion d'un indice

Aujourd'hui, la majorité des gestionnaires d'actifs utilise un Benchmark qui va constituer l'indice de référence auquel ils vont se référer pour établir leur stratégie d'investissement et ensuite mesurer leurs performances. Le choix du Benchmark apparaît comme stratégique dans la mesure où les performances du portefeuille vont dépendre de la qualité du Benchmark, un mauvais Benchmark diminuera significativement la performance du portefeuille et à l'inverse un bon Benchmark l'améliorera. Dans la phase de constitution de leur portefeuille, les gérants sont amenés à créer un univers d'investissement souvent sur le principe du Core-Satellite, c'est-à-dire que les gérants vont sélectionner des titres issus directement du Benchmark (environ 80 %) et des titres ayant la capacité de dégager un rendement excédentaire pour un risque faible. La performance de son portefeuille sera ensuite mesurée par rapport au Benchmark ; une rentabilité supérieure sera interprétée comme une performance positive et inversement. Nous allons maintenant voir comment ce type de gestion laisse une marge de manœuvre assez faible au gestionnaire d'actifs, et peut entraîner in fine des mouvements de prix anormaux, on entend par cela des niveaux de prix différents de la valeur fondamentale des actifs. Notre analyse fera en partie référence à l'intrusion et exclusion de titres au sein d'un indice boursier.

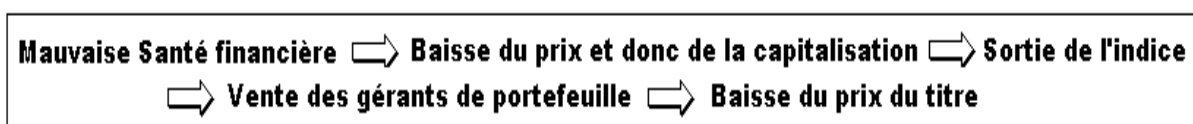
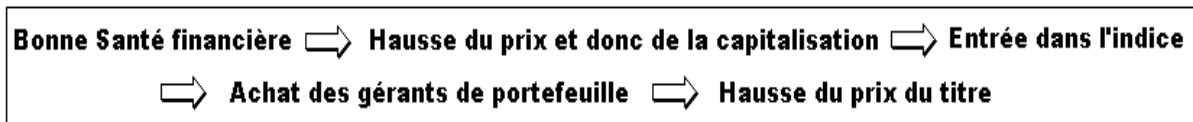
La composition des indices boursiers n'est jamais définitive et peut faire l'objet de modifications suite à une variation de la capitalisation des sociétés émettrices de titres. Ainsi certains titres peuvent bénéficier de l'inclusion dans un indice et d'autres subir une exclusion. Ces « va et vient » influent directement sur les décisions des gestionnaires d'actifs. En effet, lors de l'inclusion d'un titre nouveau dans un indice, le titre entre automatiquement dans



l'univers d'investissement des gérants ayant l'indice comme Benchmark. Pour respecter leur Benchmark, les gérants sont dans l'obligation d'acheter systématiquement les titres ainsi inclus dans les indices. La demande de titres relativement forte, vu l'importance de la gestion Benchmarkée provoque une hausse du titre. Cette hausse n'est donc expliquée que par l'inclusion du titre dans l'indice ; et non pas par une valorisation soudaine de la firme qui a émis celui-ci. Il en est de même de lors de l'exclusion d'un titre. Et c'est notamment dans ces mouvements que l'on rencontre une forme d'inefficience dans la mesure où la valeur fondamentale du titre n'est pas censée être affectée par une intrusion ou exclusion. Ce raisonnement est résumé par le schéma suivant.



Néanmoins, comme l'a fait remarqué GILLET (2006) *les opérations d'intrusion ou d'exclusion dans les indices ne sont parfois que le révélateur d'une bonne santé ou d'une dégradation financières des sociétés sous-jacentes. La valeur de prix peut alors sembler légitime.*



En ce qui concerne, les études empiriques, nous pouvons faire référence à THOMAS (1996) qui a relevé une rentabilité anormale moyenne positive de 6,20 % lors de l'entrée d'une valeur dans l'indice CAC 40 et une rentabilité anormale négative de 8,12% lors de la sortie d'une valeur de cet indice. CHEN, NORONHA et SINGAL (2004), ont étudié sur la période 1962-2000, les effets à court et à moyen d'une inclusion ou d'une exclusion de l'indice S&P 500. Ils ont montré sur la période 1962–1975, au cours de laquelle il n'existait pas de communication officielle concernant la composition de l'indice, qu'il n'existait pas d'impact significatif sur les cours des titres inclus ou exclus de l'indice S&P 500 à court et à moyen terme. Néanmoins, sur la période 1976–2000, ils ont mis en évidence un effet positif à court

terme sur la performance des titres récemment inclus dans l'indice ; une augmentation du cours de l'action serait à la fois observable le jour même de l'annonce de l'inclusion dans l'indice, mais aussi et de manière soutenue, entre la date de l'annonce et la date effective de l'annonce et la date effective d'inclusion dans l'indice. Par ailleurs, cet effet positif persiste sur une durée de 60 jours. Ainsi, la rentabilité de l'action semble avoir été durablement améliorée après l'inclusion dans l'indice (6 % en moyenne) et dans le cas inverse, ils observent un effet négatif sur la rentabilité à court terme des titres exclus du S&P 500 mais qui ne dure pas puisque l'effet négatif est résorbé dans les 60 jours suivant son éviction, ce qui diffère des conclusions de THOMAS, même si ce dernier n'a pas pris comme référence le S&P 500. Pour expliquer ce léger paradoxe, les auteurs privilégient une explication basée sur l'idée qu'une entreprise admise dans un indice bénéficie d'une visibilité accrue de la part des investisseurs, et plus particulièrement des investisseurs individuels, alors qu'une exclusion de l'indice n'aurait pas d'effet négatif sur sa visibilité. L'hypothèse qui est faite, est que cette visibilité peut avoir un effet positif persistant sur la performance de l'entreprise dans la mesure où :

- 1) Elle induit une surveillance accrue de ses dirigeants par les investisseurs.
- 2) Elle lui permet d'avoir accès à des capitaux dans de meilleures conditions.

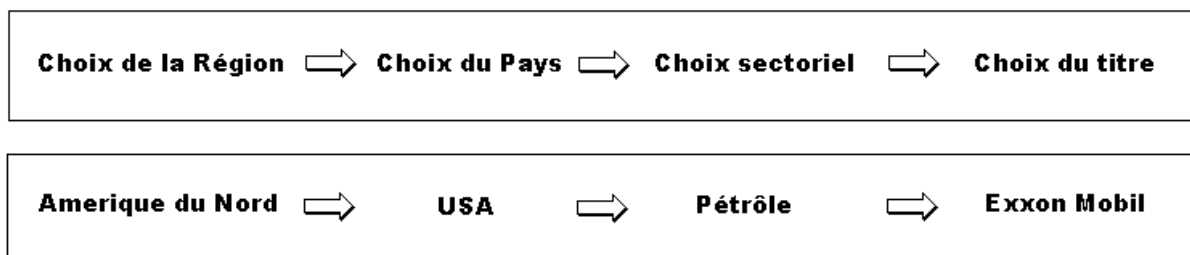
Cette hypothèse est étayée par l'augmentation importante d'actionnaires individuels dans les entreprises nouvellement incorporées à l'indice, alors qu'une exclusion de l'indice ne réduit pas ce nombre d'actionnaires individuels de manière aussi importante. Cette argumentation est par ailleurs cohérente avec les recherches récentes menées par BARBER et ODEAN (2003) qui ont montré que le comportement d'achat des investisseurs individuels est fortement influencé par des événements les mettant sous les feux des projecteurs médiatiques. Pour conclure, nous avons vu que le Benchmark avait une influence importante en ce qui concerne le choix des actifs à placer en portefeuille, et qu'il pouvait être une source d'inefficience de par les conséquences de la modification de ses composantes, nous allons maintenant examiner comment le processus d'investissement est en mesure d'influencer les choix des gestionnaires d'actifs.

## II) L'impact du processus d'investissement sur les prises de décision des gestionnaires d'actifs

Les processus de gestion constituent un élément important en ce qui concerne le choix des actifs financiers à inclure dans le portefeuille. En effet, les gérants doivent suivre une procédure pré – déterminée avant de prendre leur décision finale. Les 2 processus les plus utilisées à ce jour sont les processus ‘top – down’ et ‘bottom – up’.

- ⇒ La gestion « top-down » consiste, comme son nom le suggère, à choisir parmi les grandes classes d'actifs, et ensuite seulement à sélectionner les titres. Ainsi, en premier lieu, le gérant sera amené à faire des choix à un niveau sectoriel ou géographique, puis à un niveau sous sectoriel et enfin choisir des titres parmi ce sous – secteur.

### **Exemple d'un processus « top – down » dans le cas d'une gestion actions**



- ⇒ La gestion « bottom-up » consiste à faire l'inverse, c'est-à-dire retenir des valeurs intéressantes indépendamment du respect des proportions des grandes classes d'actifs. Ainsi si une valeur brésilienne laisse entrevoir un fort potentiel, elle pourra être choisit sans soucis d'une part des titres brésiliens dans le portefeuille fixée à priori.

Aujourd'hui, la gestion « top-down » est beaucoup plus répandue que la gestion « bottom-up ». A noter qu'au sein de ces 2 processus, il existe 2 phases importantes qui consistent à définir :

1) La stratégie d'investissement<sup>5</sup> : *Il s'agit d'un jugement porté sur les grandes classes d'actifs en fonction d'analyses macroéconomiques. Elle est menée par une équipe d'économistes qui réalisent des prévisions à quelques mois, ainsi qu'à un, deux ou trois ans maximum, de différents agrégats économiques concernant les grandes zones du monde. Les recommandations de l'équipe de la stratégie de l'équipe d'investissement peuvent être finalisées au sein d'un comité de la stratégie d'investissement.*

2) La politique d'investissement<sup>6</sup> : *La politique d'investissement est décidée au niveau des responsables des différentes unités de gestion. Le comité de politique d'investissement se réunit à intervalles de quelques semaines (entre un et deux mois). Sur la base des contributions du comité de la stratégie, le comité décide des grandes orientations d'investissement selon les classes d'actifs.*

En conclusion, nous avons pu observer que dans le processus d'investissement, plusieurs étapes échappent au contrôle du gérant, ce dernier se trouve souvent très contraint dans ses choix tant et si bien qu'il peut être amené à incorporer certains actifs dans son portefeuille qu'il évalue, comme ayant une capacité à dégager une rentabilité inférieure à d'autres actifs qu'il ne peut choisir.

---

<sup>5</sup> Source : Gestion d'Actifs – Jean Mathis

<sup>6</sup> Source : Gestion d'Actifs – Jean Mathis

### III) Les contraintes réglementaires

#### A) Les contraintes réglementaires liées au processus d'Investissement

Depuis quelques années, les gestionnaires d'actifs bénéficient de moins en moins d'autonomie dans leurs prises de décisions. Ils sont encadrés de manière draconienne et on peut se demander, si aujourd'hui, le rôle du gestionnaire d'actifs ne se limite pas à valider les décisions prises par les différents comités d'investissement. Ainsi, on a vu apparaître des contraintes en terme de choix<sup>7</sup> mais aussi de temps, du fait de la multiplicité des comités d'investissement successifs dont l'opinion est nécessaire avant toute prise de décision définitive. On constate que la multiplicité des comités et des personnes impliquées dans le processus de décision entraîne un décalage temporel entre l'apparition d'une nouvelle information concernant un actif financier, et l'apparition réelle au sein du portefeuille géré. C'est une situation très problématique qui révèle une source potentielle d'inefficience des marchés financiers. En effet, comme nous l'avons déjà mentionné : *Un marché est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif coté sur le marché est immédiatement intégré*<sup>8</sup>. Ce qui ne sera pas du tout le cas ici, car il faudra attendre un certain laps de temps avant que la structure du portefeuille prenne en compte l'arrivée d'une nouvelle information.

#### B) Les contraintes réglementaires liées à la structure du portefeuille

Nous avons vu que les gestionnaires d'actifs n'étaient pas en mesure d'imposer pleinement leur choix en matière de stratégie et de politique d'investissement, leur unique mission consistait à constituer un portefeuille en se basant un modèle prédéterminé, néanmoins, il faut souligner qu'il existe d'autres contraintes susceptibles de restreindre encore plus l'univers d'investissement de l'asset manager. Certains fonds interdisent à leurs gestionnaires d'actifs d'incorporer des titres qui sont mal notés par les analystes. Par exemple, si le consensus des analystes passe de conserver à sous-pondérer, alors le gérant devra se débarrasser en partie de ce titre. Prenons une meilleure illustration, à savoir le cas de la gestion obligataire. Dans le cas de portefeuilles obligataires, les choix sont souvent déterminés en fonction du rating des

---

<sup>7</sup> Voir l'impact du processus d'investissement sur les prises de décision des gestionnaires d'actifs

<sup>8</sup> FAMA (1965)

obligations, par exemple, le gérant devra investir dans des obligations ayant au minimum une note BB+ ; il s'en suit que, dès lors qu'une obligation voit sa note dégradée en dessous d'un ce seuil, les gestionnaires seront obligés de vendre ces obligations ce qui entraînera par la suite une chute du cours. Ce schéma permet de mettre en évidence l'impact que peuvent avoir les analystes, les agences de notations mais aussi les contraintes réglementaires sur la dynamique du cours d'un actif financier. Toutefois, il nous ajouter qu'il existe selon les zones géographiques des contraintes légales qui restreignent notamment le poids des lignes dans le portefeuille. Par exemple, les OPCVM européens coordonnés doivent respecter des règles de division des risques très précises recensées ci-dessous ; il y a donc non seulement des règles propres à chaque fond mais aussi des règles communes à tous les fonds qui peuvent contraindre le gérant dans ses choix.

⇒ 10 % maximum pour la ligne la plus importante

⇒ 40 % pour les lignes ayant chacun un poids de 5 % ou plus du portefeuille

### C) Les contraintes réglementaires liées aux Benchmark

Comme nous avons pu le voir, les investisseurs sont en premier lieu protégés par le contrat strict qui les lie à l'asset manager et qui prévoit de manière très précise la politique d'investissement et les limites des positions qu'il peut prendre. Il est en deuxième lieu protégé par le Benchmark défini en commun entre l'investisseur et l'asset manager. Or, comme nous l'avons déjà dit, l'appréciation de la stratégie du gérant est relative à l'évolution de son Benchmark. Par conséquent, les souscripteurs du fonds ne se contenteront pas d'un rendement bien inférieur à celui de leur indice de référence. Afin d'éviter que les investisseurs se désengagent du fonds, des règles supplémentaires sont imposées afin de brider la liberté du gérant. On peut tout d'abord mettre l'accent sur les règles visant à respecter la pondération sectorielle du Benchmark, certes le gérant a le droit de sous-pondérer ou surpondérer certains titres dans la limite fixé par le fond (par exemple 200 point de base), mais il ne peut en aucun cas éliminer un secteur qui ne l'enthousiasme pas et cela pour une raison évidente. Par exemple, si un gérant n'a pas confiance dans les valeurs financières et qu'il décide de les bannir de son portefeuille, mais que malheureusement celles-ci progressent fortement, alors sa performance sera significativement entamée ; il paraît donc indispensable de fixer cette limitation. Conformément à ce raisonnement, une contrainte a été soumise à l'asset manager

concernant les risques qu'il peut être amené à prendre ; on appelle cette contrainte la « Tracking Error ». La « Tracking Error » est définie comme la mesure du risque relatif pris par un fonds par rapport à son indice de référence. Elle est donnée par l'écart type annualisé des performances relatives d'un fonds par rapport à son indice de référence :

$$T.E. = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (d_i - b_i)^2}$$

$d_i$  : Rendement du fond pour la période  $i$      $b_i$  : Rendement du Benchmark pour la période  $i$   
 $N$  : Nombre d'observations

La « Tracking Error » a un rôle très important dans la mesure où elle permet de mesurer l'écart de rentabilité d'un fond par rapport à son Benchmark. Dans son contrat, l'investisseur a la possibilité de fixer le degré de 'tracking error' que le gérant ne devra pas dépasser. Ainsi, plus la « Tracking Error » sera élevée, plus la décomposition du fonds sera différente de l'indice de référence et à l'inverse plus la « Tracking Error » sera faible, plus la décomposition du fonds ressemblera à son indice de référence et donc plus le gérant sera obligé de se conformer fermement à l'univers d'investissement de son Benchmark. Cela aura bien évidemment des conséquences sur l'efficacité des marchés comme nous l'avons vu plus haut. A noter que la « Tracking Error » sera fonction du type d'investissement choisi, c'est à dire qu'elle aura tendance à être plus élevée dans le cas d'un Benchmark qui a des rentabilités assez stable.

#### D) Les contraintes réglementaires liées à la rémunération des gestionnaires d'actifs.

De nos jours, la rémunération des gestionnaires d'actifs n'est plus simplement constituée d'un salaire fixe, en effet, à la suite des travaux de la théorie de l'agence, un nouveau mode de rémunération incluant une structure incitative à la performance est apparue ; la rémunération à la performance étant une manière d'attirer les meilleurs gérants. Désormais, les incitations à la performance sont omniprésentes, elles semblent assez fortes (45% du salaire définitif en moyenne) et de nature à modifier le comportement des gérants. En effet, cette incitation n'est déclenchée qu'à partir d'un certain seuil de performance absolue, on peut donc imaginer

qu'elle s'apparente à un call et peut conduire l'asset manager à adopter des stratégies très différente de celle souhaitée par l'investisseur qui lui a confié ses fonds :

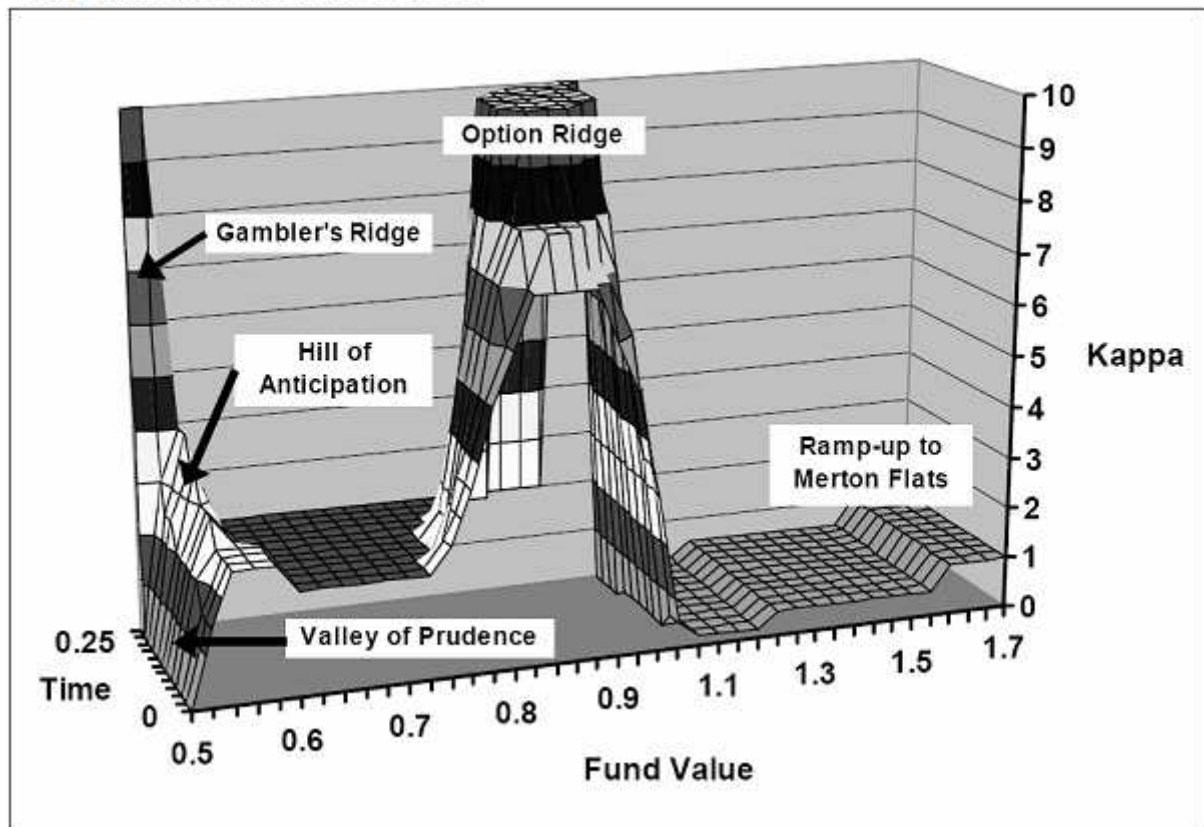
- Si la valeur est en dessous du seuil, il sera incité à augmenter son levier en espérant faire passer son option dans la monnaie.

- A l'inverse, si la valeur est au dessus du seuil, le gérant pourra se montrer très prudent pour préserver ses gains et s'assurer que son option reste dans la monnaie à maturité.

On voit ainsi apparaître une distribution des risques en fonction de la valeur du fonds, ce qui ne correspond pas au profil optimal pour l'investisseur. Afin de mettre l'accent sur ce phénomène, nous allons faire référence au modèle de HODDER et JACKWERTH (2005). Ces derniers ont modélisé les comportements des gérants et ont déterminé le levier optimal pour le gérant, dans le cadre où le gérant n'aurait pour seule rémunération : une commission sur performance. On suppose également que le gérant n'investit pas directement dans le fonds, il se contente de placer l'argent des investisseurs. Par ailleurs, on note aussi qu'HODDER et JACKWERTH ont inclut un seuil de liquidation dans leur modélisation, seuil à partir duquel le fonds sera liquidé et le gérant perdra son travail. Le graphique de la page suivante représente le levier optimal pour le gérant en fonction de la valeur du fonds et de l'indice temps.



**Levier optimal pour le gérant, sans commission de performance, ni richesse du gérant investie dans le fond.**



Cette modélisation permet de mettre en exergue 5 comportements différents :

Les comportements aux extrêmes

- La « Plaine de Merton » (Merton Flats) : à l'extrême droite, lorsque le gérant est suffisamment éloignée du seuil de liquidation, si bien que ce seuil ne joue plus aucun rôle dans les décisions. Au sein de cette zone, le comportement du gérant est conforme aux objectifs de l'investisseur.
- La « Rampe du joueur » (Gambler's Ridge) : à l'extrême gauche, est un comportement prévisible. Dans ce cas, le gérant est dans la situation d'un joueur qui a plus à gagner qu'à perdre (car il n'a pas de fortune personnelle dans le fond), ce qui conduit à un levier élevé.

## Les comportements intermédiaires

- La « Vallée de prudence » (Valley of Prudence) : qui peut s'interpréter comme une zone où le gérant choisit un levier très faible au tout début de la période dans le but de réduire le risque de toucher le seuil de liquidation trop tôt. Rappelons que toucher le seuil de liquidation trop tôt représente un coût pour le gérant en terme de flexibilité de gestion.
- La « Crête de l'anticipation » (The Hill of Anticipation) : est un comportement méconnu. Il se produit à quelques pourcentages au dessus du seuil de liquidation et démarre à deux mois avant l'échéance.

## L'élément central : la crête de l'option

- La « Crête de l'option » (Option Ridge) : A l'approche de cette zone (en valeur et en échéance), le gérant augmente son levier afin d'augmenter ses chances de terminer le trimestre dans la monnaie. Au delà, le gérant tente de conserver ses gains et retrouve la sérénité de la plaine de Merton.

Ce modèle a permis de voir que le comportement du gérant n'est jamais monotone, et dépend de la valeur liquidative du fonds qui va influencer la rémunération du gérant. D'autres études empiriques visant à mettre en évidence l'impact de la rémunération sur les choix des gestionnaires d'actifs ont été menées, on peut citer brièvement les travaux de ZWIEBEL (1995), qui a bâti un modèle où les employeurs vont estimer la capacité de leurs gérants à sélectionner les meilleurs titres, à partir de leurs performances par rapport au benchmark, et, où les gérants montrent une forte aversion au risque d'être mal considéré. Il ressort de ce modèle que les très bons et très mauvais gérants ont intérêt à diverger du consensus, les premiers parce qu'ils ont de grande chance de battre le marché et les second parce qu'ils doivent rattraper leurs erreurs. A l'opposé, les gérants intermédiaires gagnent à imiter le consensus. En conclusion, grâce à ses différents travaux, on a pu voir que le mode de rémunération des gérants peut influencer leurs choix des gérants de telle sorte qu'ils ne soient pas optimaux pour les investisseurs. Par ailleurs, les primes incitatives étant distribuées soit par trimestre, soit annuellement, ce mode de rémunération pousse les gestionnaires d'actifs à

procéder à une gestion à court terme, alors même que les horizons d'investissement sont normalement à long terme.

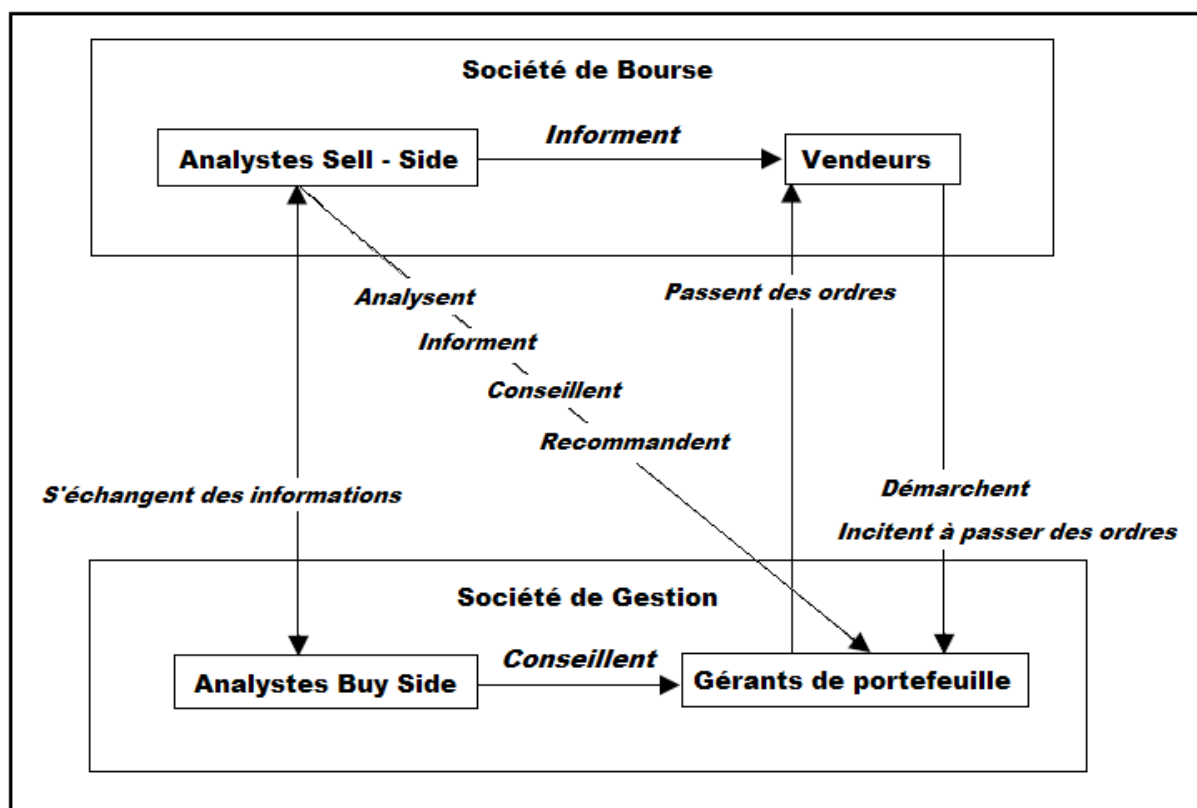
#### IV) Volatilité

Nous avons vu que l'espace de liberté du gestionnaire d'actif est souvent limité par la « Tracking Error » ou autres mesures, mais même quand ce n'est pas le cas, le gestionnaire peut être amené à s'autolimiter. En effet, quand les marchés traversent des périodes d'instabilité marquées par une volatilité accrue, il apparaît toujours risqué pour un gestionnaire de s'éloigner de son benchmark. Dans cette situation, le gestionnaire d'actifs sera fortement incité à se rapprocher le plus possible à son benchmark s'il ne veut pas prendre le risque de réduire sa performance. De ce fait, ce qui peut paraître prudent pour le gestionnaire, par exemple, investir dans des sociétés informatiques en 2000, ne l'est pas forcément pour son client. Ainsi, quand l'environnement devient très incertain et qu'il est difficile d'estimer les rentabilités futures, les gérants seront poussés à diminuer leur position tactique et à se focaliser sur leur allocation stratégique. Si la performance reste fidèle au benchmark, rien ne pourra être reproché au gestionnaire qui n'aura pour ainsi dire pas trahi son mandant.

#### V) Préconisation des analystes

Nous avons vu que les gestionnaires d'actifs ont pour objectif de battre leur Benchmark, et pour cela ils peuvent être amenés à sous – pondérer les valeurs de leur Benchmark dont ils jugent que la rentabilité sera inférieure à la rentabilité du Benchmark et à l'inverse ils vont surpondérer les valeurs dont ils jugent que la rentabilité sera supérieure au Benchmark. Dans d'autres cas, ils peuvent être amenés à choisir des titres qui ne font pas partie de leur Benchmark mais dont ils pensent qu'ils ont fort potentiel. Toutefois, afin de faire des choix optimaux, les gestionnaires d'actifs sont assistés des analystes qui ont pour mission d'évaluer le potentiel de chaque valeur et déterminer la valeur optimale d'échange. En d'autres termes, le travail des analystes financiers consiste à recueillir des informations précises dans l'objectif de formuler des prévisions et des recommandations en direction des investisseurs moyennant une commission. Ils émettent en ce sens un signal privé plus précis que celui contenu dans les prix. Ils vont donc chercher à vérifier s'il existe un écart entre la valeur fondamentale qu'ils ont évalué et les prix du marché ; de leur côté, les gestionnaires d'actifs vont, en agissant sur

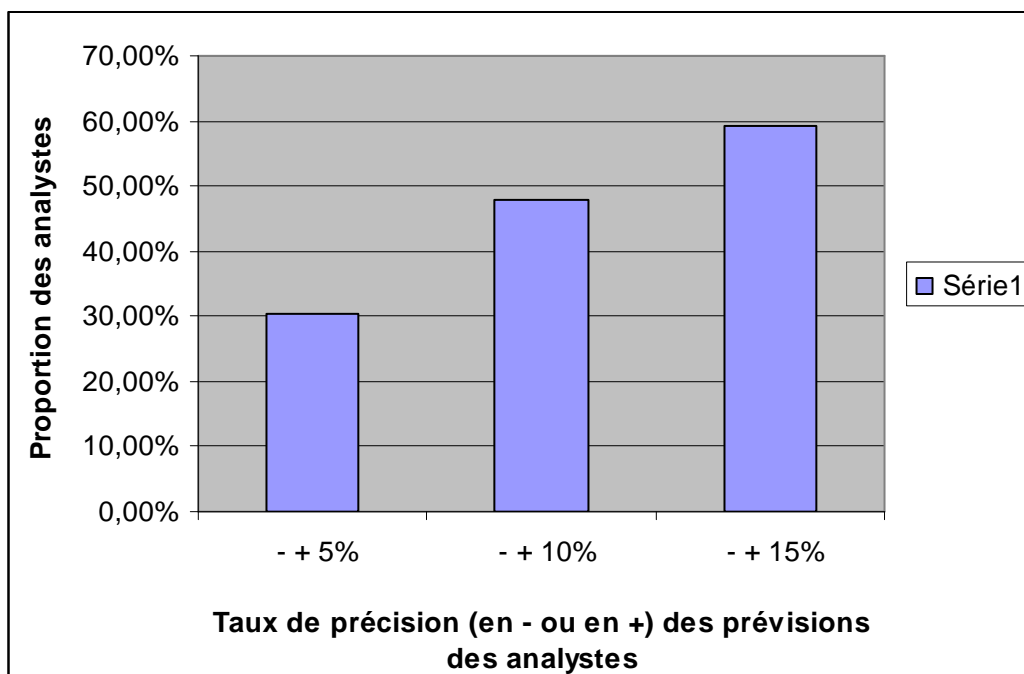
les écarts constatés entre la valeur ainsi déterminée et le prix affiché par le marché ramener le prix vers sa valeur théorique. A noter que pour formuler des prévisions et former des recommandations, l'analyste financier a recours à de nombreuses et diverses sources d'informations telles que : l'information comptable, les rencontres privées avec les dirigeants des entreprises, les assemblées générales, les études diverses, ou encore la presse spécialisée. Enfin, les analystes financiers sont nombreux, on les trouve aussi bien chez les courtiers (analystes Sell-Side), que chez les gérants d'actifs (analystes Buy-Side). Le schéma suivant met en évidence les relations qui coexistent entre analystes et gérants de portefeuille.



De nombreux articles ont confirmé l'utilité des prévisions et recommandations pour les investisseurs ; STICKEL (1992) a montré que les prévisions des analystes financiers ont un impact direct sur les anticipations des investisseurs et leur comportement à l'annonce des principaux résultats comptables. Plus encore, les relations entre les analystes financiers et gérants de portefeuille sont tellement étroites qu'elles engendrent des influences réciproques. Nous allons maintenant voir comment ces relations peuvent conduire à l'inefficience des marchés financiers en mettant l'accent sur le biais d'optimisme des analystes financiers.

Les relations entre analystes et gestionnaires d'actifs sont très étroites mais cela ne présente pas que des aspects positifs dans la mesure où d'innombrables études montrent que les analystes font souvent preuve d'un surplus d'optimisme (Biais de Surconfiance) et établissent donc des prévisions qui sont largement décorréliées des évolutions réelles des cours. A ce sujet, nous pouvons évoquer les travaux de DREMAN (2002) qui a récolté 107488 prévisions de BPA trimestriels établit par différents analystes sur la période 1973 – 2000 et à mis en évidence une erreur moyenne de 10,4 %. Le graphique suivant représente la distribution des performances des analystes.

### Récapitulatif de la précision des anticipations de BPA par les analystes financiers<sup>9</sup>



En bref, on constate que les analystes peuvent directement influencés les choix des gérants et peuvent les amener à prendre de mauvaises décisions comme par exemple en surévaluant ou sous évaluant la valeur fondamentale de certains titres.

<sup>9</sup> Source : DREMAN (2002)

## VI) Intensité concurrentielle

### A) Concurrence interne

Le métier de gestionnaires d'actifs apparaît comme un métier extrêmement difficile étant donné la pression concurrentielle qui y règne. Le taux de rotation (turnover) chez les gestionnaires d'actifs est très important du fait que seule la performance du gérant peut permettre d'évaluer correctement la qualité de son travail. Ainsi, un gérant qui affichera des performances médiocres sera rapidement renvoyé de son poste et à l'inverse un gérant affichant des performances exceptionnelles fera l'objet de convoitise de la part des autres fonds. Nous allons voir en quoi cette concurrence peut être à l'origine de comportements moutonniers et in fine de mouvements de prix anormaux contraire à la théorie de l'efficience des marchés. Dans le métier de la gestion d'actifs, le fait est qu'il est plus évident d'avoir tort avec les autres que d'avoir raison tout seul. En d'autres termes, cela signifie que dans l'intérêt du gestionnaire d'actif, il est préférable de maintenir sa performance proche de la performance médiane des autres gestionnaires, plutôt que tenter de s'en démarquer. Par conséquent, le mimétisme ressort comme un phénomène assez développé dans le métier de la gestion d'actifs qui peut déboucher sur l'émergence de bulles spéculatives.

Prenons le cas d'un gérant, qui, début 1999, pensait que le marché des actions surévalué et aurait adopté la stratégie qui consiste à vendre à découvert sur le marché à terme les titres surévalués. En effet, la vente à découvert permet de vendre des titres, au prix du jour, mais avec une date de livraison différée, des titres qu'on ne possède pas encore. Si les titres baissent sur cette période, le gérant n'aura qu'à d'acheter les titres à un prix inférieur au prix convenu, que devra payer la contrepartie au moment de la livraison ; on réalise ainsi un gain égal à la différence des deux prix, auquel il faudra déduire les coûts de transaction. Si la baisse n'est pas suffisante, la différence nette des coûts de transaction sera négative. A noter, que si la baisse n'a pas atteint un certain seuil défini au préalable par le gérant, il est possible de proroger la VAD moyennant bien évident de nouveaux frais. Par conséquent, si notre gérant avait poursuivi cette stratégie, il aurait été obligé d'effectuer plusieurs reports avant d'avoir une stratégie payante. Néanmoins, durant l'attente il aurait affiché une rentabilité bien inférieure à celle de ses collègues et, comme on peut facilement l'imaginer, il aurait été renvoyé bien avant la fin de l'année 1999. On comprend maintenant pourquoi les gérants se retrouvent obligés d'adopter des comportements mimétiques. Sur le plan interne, c'est-à-dire

au sein du même fonds, le mimétisme va consister à suivre parfaitement, les avis des comités d'investissement, les recommandations des analystes et les prises de positions de ses collègues ; et bien évidemment, éviter toute initiative même si celle-ci ne serait pas réprimée par les processus d'investissement. En se conformant à cette stratégie, l'asset manager se met à l'abri d'une remise en cause de sa gestion dans le cas de mauvaises performances. Dans ce cas, il suffirait de montrer qu'il n'a fait que suivre les conseils des analystes de la firme et qu'il n'a fait que mettre en place les décisions des conseils d'investissements. Ainsi, cette stratégie lui permet de se dédouaner de toute responsabilité ; sa position à l'intérieur de la firme n'en souffre pas et sa réputation sur le marché des gérants de portefeuille est intacte. Nous allons maintenant voir que la concurrence sur le plan externe a également des répercussions sur la structure des prix.

## B) Concurrence externe

La concurrence entre les fonds est aussi rude que la concurrence au sein des fonds eux-mêmes ; depuis peu on a vu apparaître ce qu'on appelle : *l'effet tournoi* qui est la conséquence de la compétition que se livrent les fonds pour figurer à la fin de l'année en haut des classements professionnels de manière à attirer de nouveaux investisseurs les années suivantes. Il reflète la tendance des fonds à prendre davantage de risques à la fin de l'année quand ils sous-performent leur indice de référence et, au contraire, à sécuriser leur classement quand ils superforment en recourant à une gestion indicielle. Sur ce point, de nombreuses études ont été entreprises à l'image de celle de BROWN, HARLOW et STARKS (1996) qui ont mis en évidence cet effet tournoi sur la période 1976–1991 pour les fonds *growth* et sous performants à la fin du premier trimestre. CHEVALLIER et ELLISON (1997) ont obtenu le même effet sur la période 1983–1993 pour les comportements des fonds du quatrième trimestre. Mais l'effet tournoi n'est pas le seul effet de la concurrence que se livre les fonds. En effet, *le gonflement de fin d'année* qui est en soi, un procédé considéré comme illégal par les régulateurs de marché, permet au fonds de doper artificiellement leurs performances annuelles. Cette pratique consiste pour les fonds à acheter de manière importante, le dernier jour de l'année, les titres qu'ils détiennent déjà en portefeuille afin d'en faire augmenter les cours. CARHART, KANIEL, MUSTO et REED (2002) fournissent une étude du gonflement de fin d'année et plus particulièrement des gonflements de fin de trimestre. En premier lieu, ils ont décelé l'existence de rendements positifs anormaux pour les titres détenus par les fonds

le dernier jour de chaque trimestre, notamment le quatrième, et des rendements négatifs anormaux le lendemain. L'amplitude de ces rendements anormaux étant de 0,5 % pour les grosses capitalisations et de 2 % pour les petites capitalisations. En revanche, les autres mois ne sont pas marqués par des rendements anormaux à aucun moment. Puis, ils ont testé deux hypothèses pour deux types de fonds dont on soupçonne qu'ils seront plus à même de gonfler leurs performances que les autres fonds. La première hypothèse est consacrée aux fonds dont les performances avant la dernière séance de l'année, sont très proches mais inférieures à celles du S&P 500. La seconde hypothèse porte sur les fonds les plus performants et s'appuie sur la relation selon laquelle les fonds bien classés devraient continuer à prendre des risques pour être encore mieux classés et attirer de nouveaux capitaux. Les auteurs rejettent la première hypothèse mais acceptent la seconde dans la mesure où les fonds les plus performants affichent des rendements journaliers les plus importants sur cette période. Il en va de même pour les meilleurs performeurs trimestriels. Enfin, il faut noter que les données intraday confirment qu'il s'agit bien d'achats de dernière minute, en montrant une accélération des volumes dans les 30 dernières minutes avant la clôture des dernières séances trimestrielles ainsi que des rendements anormalement positifs sur ces dernières demies – heures. (+ 1,12 % de rendement moyen pour les *small caps* sur les seules 30 dernières minutes de l'année). Pour terminer, il ne faut pas négliger que la concurrence entre les fonds débouche souvent sur des comportements mimétiques. Ce phénomène consistant, pour un gérant, à imiter la composition des portefeuilles de ses concurrents directs. Le mimétisme entre fonds a souvent été étudié, en particulier par GRINBLATT, TINTMAN et WERMERS (1997). Ces derniers ont analysé l'évolution trimestrielle des compositions de 155 fonds américains ayant des politiques d'investissement affichées quasi-similaires mais faisant partie de sociétés de gestion concurrentes, au cours de la période 1975–1984. Ils mettent en évidence le fait que les transactions des gérants de fonds ont lieu au même moment et concernent en majorité les mêmes titres. Cela conforte donc l'idée selon laquelle l'efficacité des marchés financiers est affectée par le comportement des gestionnaires, qui tendent à survaloriser les informations disponibles en tentant d'acquérir simultanément les mêmes titres au moment et en délaissant les titres émis par les firmes devenues moins attractives.

En conclusion, on a vu que les gérants n'hésitent pas à adopter volontiers une gestion consensuelle pour minimiser le risque de licenciement, et de même utilisent des pratiques peu scrupuleuses afin de finir en tête des classements de fonds dans le but d'attirer des nouveaux



investisseurs. Par ailleurs, cette intensité concurrentielle, est responsable de comportements mimétiques aussi bien sur le plan interne qu'externe.

## VII) La méthode de sélection des clients

Un autre point important susceptible d'influencer les prises de décisions des gestionnaires d'actifs est la méthode de sélection des clients, plus précisément la manière dont ces derniers vont choisir les fonds auxquels ils vont confier leur argent. Par ailleurs, nous avons vu que la rémunération des gérants dépend en partie du volume qu'il gère, il va donc tenter d'attirer de nouveaux investisseurs et à conserver les anciens. Pour cela, il est nécessaire que l'asset manager connaisse parfaitement la psychologie des clients et leur manière de sélectionner les fonds de telle sorte qu'il puisse modifier la composition du fonds dont il a la gestion. Des études sur le comportement des clients ont été menées et ont mis en évidence l'existence de ce qu'on appelle l'*effet momentum*. C'est-à-dire que les investisseurs ont tendance à investir plus facilement dans des fonds qui ont réalisé de bonnes performances mais ont plus de réticences à investir dans des fonds ayant réalisés des performances médiocres. Autrement dit, cela suppose que les investisseurs croient dans la persistance des performances des fonds. Conformément au biais momentum, plusieurs études montrent que les investisseurs individuels sont optimistes dans les marchés haussiers et pessimistes dans les marchés baissiers. Une étude qui a été commandée par UBS PAINE WEBBER à l'institut de sondage GALLUP montre que les anticipations des investisseurs individuels américains sur les dernières années ont suivi la chute des marchés.

### **Anticipations annuelles des investisseurs individuels américains<sup>10</sup>**

Année	Evolution annuelle du S&P 500	Prévision des investisseurs pour l'année suivante (au 31/12)
1999	19 %	15,3 %
2000	- 10 %	10,5 %
2001	- 13 %	8 %
2002	- 23 %	5,9 %

<sup>10</sup> Source : UBS Paine Webber/Gallup Survey of Optimism of Individual Investors

De plus, d'autres études montrent que les performances passées d'un fonds et les flux vers, et à partir de ce fonds ne sont pas linéaires mais convexes, selon SIRRI et TUFANO (1998), l'argent s'oriente essentiellement vers les fonds qui ont très bien performé à court terme sans fuir pour autant les fonds qui ont mal performé. Parmi plusieurs explications pouvant rendre compte de ce phénomène, GOETZMANN et PELES (1997) privilégient la théorie de la dissonance cognitive qui suggère que les investisseurs ayant investis dans les fonds ayant affiché de pauvres rendements, **mettent du temps à accepter que leur argent ne soit pas placé au meilleur endroit**. En résumé, on constate que la méthode de sélection des clients renforce la concurrence entre gérants et peut déboucher sur des modes de gestion non-conformes à l'efficacité des marchés financiers comme on l'a vu dans le chapitre précédent.

Néanmoins, il existe un autre élément dans l'attitude des clients qui peut interférer avec les prises de décisions des gestionnaires d'actifs et qui concerne le *market timing*. En effet, une incertitude persiste dans la gestion des gérants, ils ne savent pas à quel moment, de nouveaux investisseurs vont arriver ou vont partir, ils ne sont donc pas en mesure d'estimer avec certitude l'encours du fonds qu'ils vont gérer demain et cela peut être très problématique dans la mesure où ils vont devoir sans cesse faire une estimation des flux entrants et sortants. Ainsi, selon le sens des flux, le gérant ne pourra pas forcément intervenir au bon moment sur le marché financier, cela peut être une explication du décalage entre l'arrivée d'une information et son exploitation par les gérants. En conclusion, compte tenu des principes de sélection des fonds par les clients, les gérants prendront davantage de risques en fin d'année s'il leur est encore possible de coller aux performances de leur indice de référence voire de figurer en tête des classements. De même, les flux entrants et sortants peuvent avoir un effet temporel sur les prises de décisions des investisseurs.

## VIII) Styles de gestion

Nous avons vu que souvent les gestionnaires d'actifs sont amenés à prendre plus de risques, lorsque leurs performances sont relativement faibles par rapport à leur Benchmark. Nous allons voir le rôle que peut jouer le style de gestion dans cette configuration à travers des résultats empiriques<sup>11</sup>. Par exemple, MUSTO et LYNCH (2003) montrent que les fonds changent leur style de gestion seulement s'ils affichent de mauvaises performances absolues.

---

<sup>11</sup> Source : Psychologie de l'investisseur - Mangot

CHAN, CHEN et LAKONISHOK (2002) montrent que les changements de style affectent surtout les fonds *value*. Les gérants de fonds *value* sont plus enclins que les gérants de fonds *growth* à modifier le profil des titres détenues en portefeuille vers les small caps. Cette dérive vers le risque des fonds *value* qui affichent de mauvaises performances peut traduire la prise en compte des gérants du biais *momentum* des clients. Elle peut également relever du suivisme des meilleurs fonds étant donné que sur la période étudiée (1976–1997), les fonds *value* ont significativement sous – performé les fonds *growth*.

En revanche, il semble que la tentation de changer de style soit par nature plus forte pour les gérants de fonds *value* que pour les gérants de fonds *growth* car la stratégie des fonds *value* est d’investir dans les titres sous – évalués par le marché. Ces titres n’ont pas la faveur des investisseurs et le gérant doit attendre un retournement des modes d’investissement pour que sa stratégie soit payante. L’horizon d’investissement des fonds *value* est généralement plus lointain que celui des fonds *growth*, ce qui peut conduire dans certains cas à des périodes longues de sous – performance. Les investisseurs se fiant sur les performances annuelles pour sélectionner les fonds, ils sont intrinsèquement plus enclins à privilégier les fonds *growth* au fonds *value*. Le gérant *value* qui souhaite maximiser les flux annuels vers un fonds est tenté d’en tenir compte en mitigeant son style de gestion. Ce fut notamment le cas pendant la bulle internet des années 1998–2000 durant laquelle les fonds *value* durent intégrer à leurs portefeuilles des valeurs technologiques qui ne remplissaient pas leurs critères de sélection afin de ne pas perdre leurs clients.

## IX) Horizon d’investissement

Comme nous l’avons déjà laissé entendre, l’horizon d’investissement des investisseurs est un élément très important dans le choix de leurs allocations dans la mesure où un investisseur qui a un horizon à très long terme sera prêt à supporter plus de risques par exemple en optant pour une allocation stratégique plus chargée en actions qu’un investisseur à court terme. De ce fait, un changement au niveau de l’horizon d’investissement peut avoir un impact significatif sur la structure des prix des actions. Reprenons l’exemple de DAVANNE<sup>12</sup> : « Supposons que l’horizon de certains investisseurs s’allonge et qu’ils renforcent en conséquence la part des actions en portefeuille dont le prix monte. Sur des

---

<sup>12</sup> Professeur à l’Université Paris Dauphine – Fondements Macroéconomiques de la Gestion de Portefeuille

marchés efficients, cette hausse structurelle des cours à des perspectives de profits inchangées, qui se traduit par une baisse de la prime de risque objectivement offerte aux investisseurs, devrait conduire à une redéfinition des allocations stratégiques de tous les investisseurs. Les nouveaux achats devraient donc pour partie être compensés par des ventes en provenance des autres investisseurs, ce qui freinerait la hausse des cours. Mais si comme on l'a vu les allocations stratégiques sont fondées sur la simple extrapolation des rendements passés sans prise en compte du renchérissement des cours, ce ne sera pas le cas. Les investisseurs deviennent alors surexposés aux actions car les allocations d'actifs reposent sur des hypothèses de rendement et de prises de risque devenues incompatibles avec les prix de marché. D'où une situation de « mispricing » qui durera tant que les allocations stratégiques ne seront pas modifiées. » Ce mécanisme a très certainement joué un rôle conséquent dans l'envolée du prix des actions dans la deuxième moitié des années 90. « Pour un ensemble de bonnes (croissance de l'épargne retraite, familiarisation croissante des ménages avec les actions) et de mauvaises raisons (appât du gain chez les ménages après de nombreuses années de hausse des cours), la demande des actions était structurellement orientée à la hausse. La plupart des investisseurs pensaient que les actions étaient progressivement devenues très chères dans une perspective de long terme et que dans ces conditions les rendements futurs ne seraient pas à la hauteur des rendements passés. Mais compte tenu de la force du mouvement il n'était pas prêt à prendre durablement des positions tactiques vendeuses restant investis en actions à hauteur de leur poids dans l'allocation stratégique, c'est-à-dire sur la base d'hypothèses de rendement généralement jugés obsolètes ». Nous avons pu voir que l'horizon des investisseurs était une composante qui pouvait largement impacté la structure des prix sur les marchés et les faire décaler de leur valeur fondamentale.

## X) Liquidité

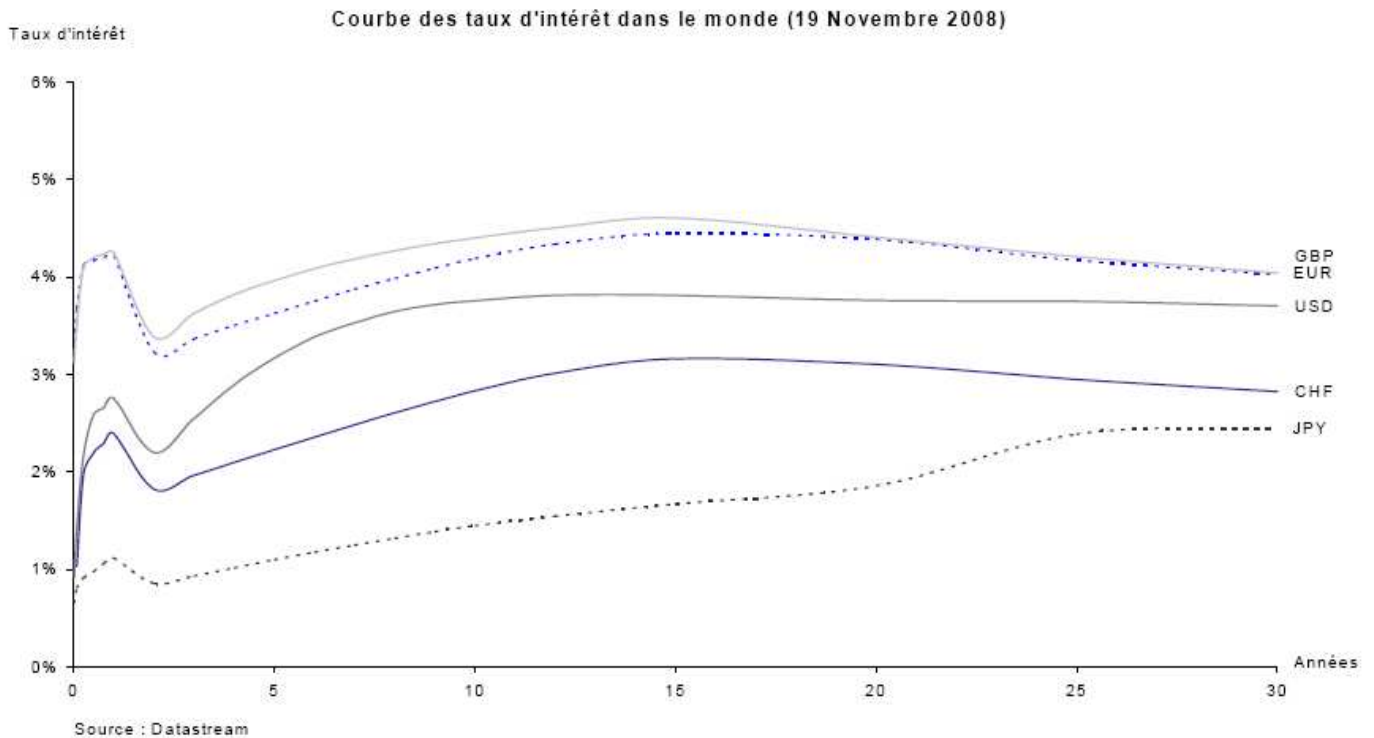
La liquidité<sup>13</sup> est un des facteurs les plus importants que doit prendre en compte un gestionnaire d'actifs. En effet, ils doivent être en mesure de faire face aux besoin de cash des investisseurs, et donc prendre position sur des titres qui peuvent se revendre très facilement et rapidement sans faire de perte et cela tout particulièrement en situation de crise.

Ainsi, les asset managers vont tous investir dans des actifs liquides creusant encore plus l'écart de prix avec les autres titres (moins liquides). A ce sujet on peut citer l'exemple des

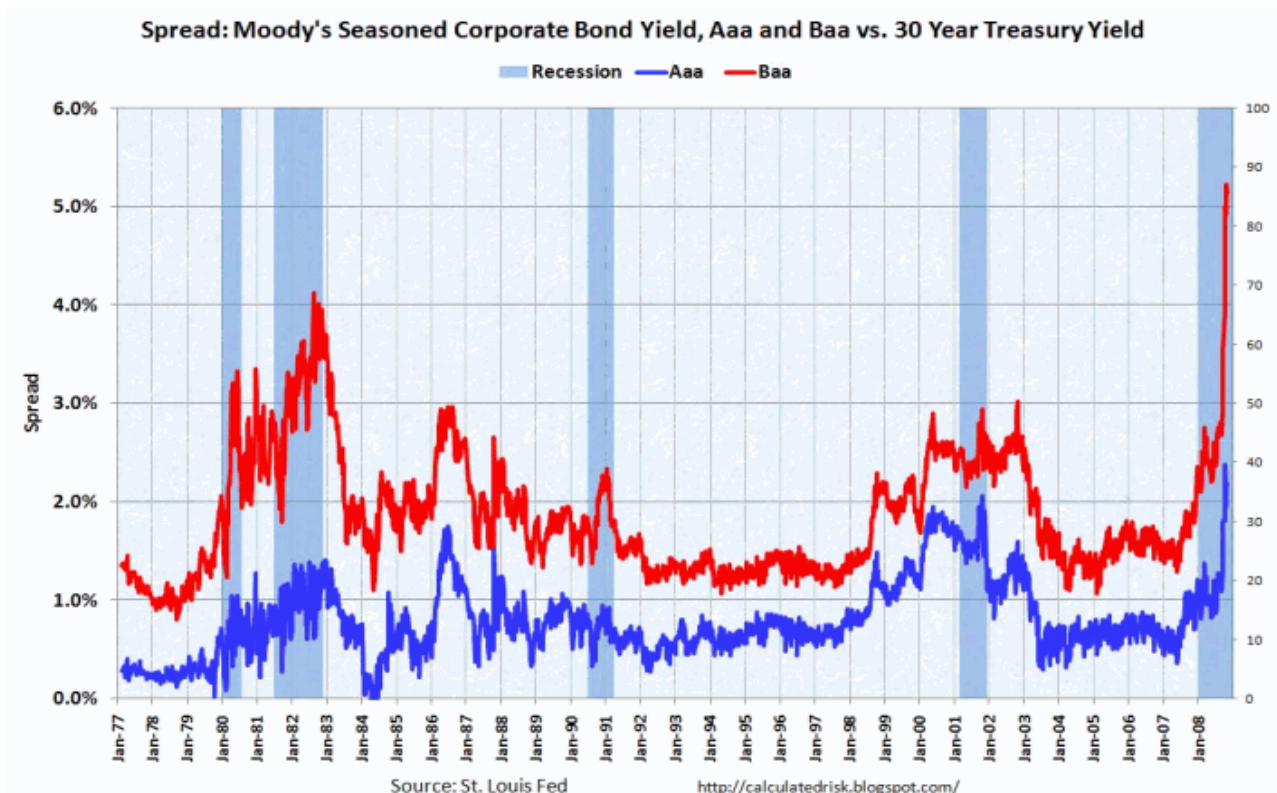
---

<sup>13</sup> Nous parlerons de liquidité au sens de « réserve de valeur »

obligations et plus précisément des taux overnight (prêt du jour au lendemain) qui se situe actuellement aux alentours de 0,4 % en dollar comme on peut le voir sur le graphique ci dessous :



A noter qu'il s'agit d'un taux actuariel ; ce qui implique que pour 100 \$ placé, vous pourrez récupérer 0,0011 \$ le lendemain, c'est le prix de la sureté ; les gestionnaires de fonds n'ayant plus du tout, confiance dans les banques. De même, sur de plus longues maturités, on observe que les spreads obligataires entre les bonds du trésor et les obligations corporate n'ont cessé de s'élargir comme le montre le graphique de la page suivante :



La liquidité est donc un élément que doit prendre en compte les gestionnaires d'actifs tout particulièrement en ce moment où la méfiance des investisseurs est au maximum.

## XI) Gestionnaires d'actifs et mimétisme

Sur les marchés financiers, l'imitation semble être à l'origine de comportements moutonniers qui font diverger les cours des valorisations fondamentales. Une définition admise est qu'un comportement moutonnier intervient quand l'individu néglige son information privée pour suivre le comportement des autres. Nous avons déjà observé qu'un intervenant peut avoir intérêt à imiter le consensus s'il a plus à gagner, à systématiquement converger, qu'à diverger. Ce peut être le cas quand sa vision de lui – même, sa réputation ou sa rémunération, sont en jeu.

SCHARFSTEIN et STEIN (1990) ont notamment développé un modèle où les gérants de fonds et leurs employeurs n'ont aucune certitude quant à la capacité de gérants à sélectionner les meilleures valeurs. Un gérant est considéré comme bon quand son signal privé est informatif et mauvais quand son signal est un bruit blanc. Dans ce cadre, le premier gérant à

prendre sa décision le fait en suivant son propre signal alors que tous ces successeurs sont amenés à négliger leur propre signal du fait de l'incertitude portant à la fois sur l'informativité de leur signal et de ceux de leurs prédécesseurs. A partir du deuxième investisseur, chacun à intérêt à imiter le comportement du premier car une décision contradictoire incorrecte témoignerait d'un signal privé non informatif tandis qu'une décision consensuelle incorrecte serait attribuée à un signal informatif commun erroné. Les comportements moutonniers sont donc systématiques.

Par ailleurs, certaines études montrent que les analystes sont aussi enclins aux comportements moutonniers. Elles fournissent comme preuve de ces comportements que les changements de recommandations s'effectuent de manière groupée. Par exemple, WELCH (2000) montre à partir de l'analyse de 50000 recommandations sur la période 1989–1994, que les changements de recommandations sont influencés par le consensus et par les 2 révisions les plus récentes réalisées par d'autres analystes. Les révisions des autres analystes ont une importance d'autant plus forte qu'elles sont récentes et qu'elles s'avèrent bien avisées ex post. En revanche, l'effet du consensus n'est pas plus important s'il s'avère par la suite avoir bien prédit l'évolution des cours. Selon WELCH, cette différence suggère que les analystes suivent les dernières recommandations pour exploiter l'information fondamentale tandis que le suivisme du consensus est autrement motivé.

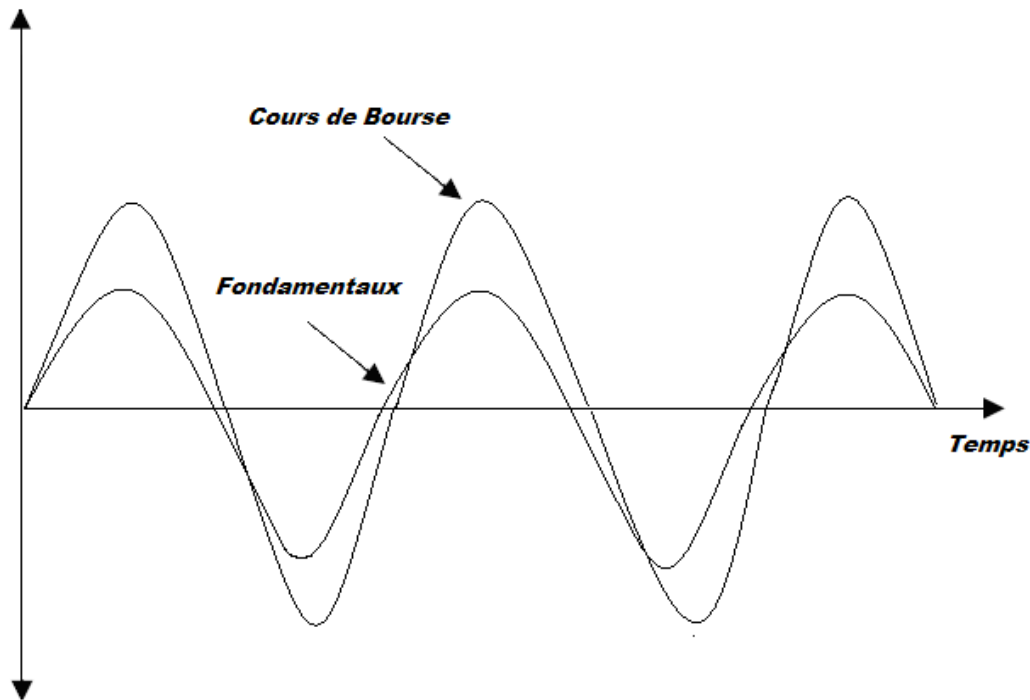
Par ailleurs, dans la continuité de cette logique, de nombreux exemples de décalages de cours montrent que les investisseurs suivent les recommandations des analystes vedettes et réagissent immédiatement à la publication de prises de positions de quelques investisseurs stars. Le suivisme des décisions de grands investisseurs suggère que les autres investisseurs pensent que ceux-ci détiennent une information privilégiée. De même, GIVOLY et PALMAON (1985) montrent que les cours réagissent systématiquement à la publication de prises de positions d'initiés<sup>14</sup> et que c'est le suivisme des autres investisseurs qui explique les rendements supérieurs des investissements des initiés, davantage qu'une éventuelle information privilégiée.

Sur la base de ces constatations, le graphique suivant synthétise les effets que peuvent avoir les comportements moutonniers sur les cours de bourse.

---

<sup>14</sup> On fait référence aux personnes travaillant dans l'entreprise : dirigeants...

## Réaction des titres suite à une variation des fondamentaux



Ainsi, comme on peut le constater, les comportements moutonniers peuvent conduire à des bulles spéculatives, qui peuvent prendre la forme de sous-évaluation ou de sur-évaluation des actifs financiers. On peut appeler bulle spéculative un phénomène consistant à s'écarter durablement de la valeur fondamentale avant de s'effondrer pour retrouver sa valeur d'origine. COLMANT, GILLET et SZAFART (2003) écrivent qu'*une bulle spéculative naît d'une dissociation, momentanée ou non, de la valeur économique fondamentale d'un titre et de son cours boursier*. A noter que les bulles spéculatives ne sont pas exclusivement réservées aux marchés financiers. Par ailleurs, ces bulles sont dangereuses du fait du risque d'éclatement, qui pourrait fortement entamé la richesse des investisseurs.

## XII) Coûts de transaction

Ce chapitre a pour objectif de montrer comment les coûts de transaction peuvent avoir un impact négatif sur l'efficacité des marchés financiers. Pour cela, nous allons tout d'abord examiner le cas très célèbre de Palm et 3.com, nous verrons ensuite comment les coûts de transaction influencent les décisions des gérants dans le cadre de la gestion benchmarkée, et



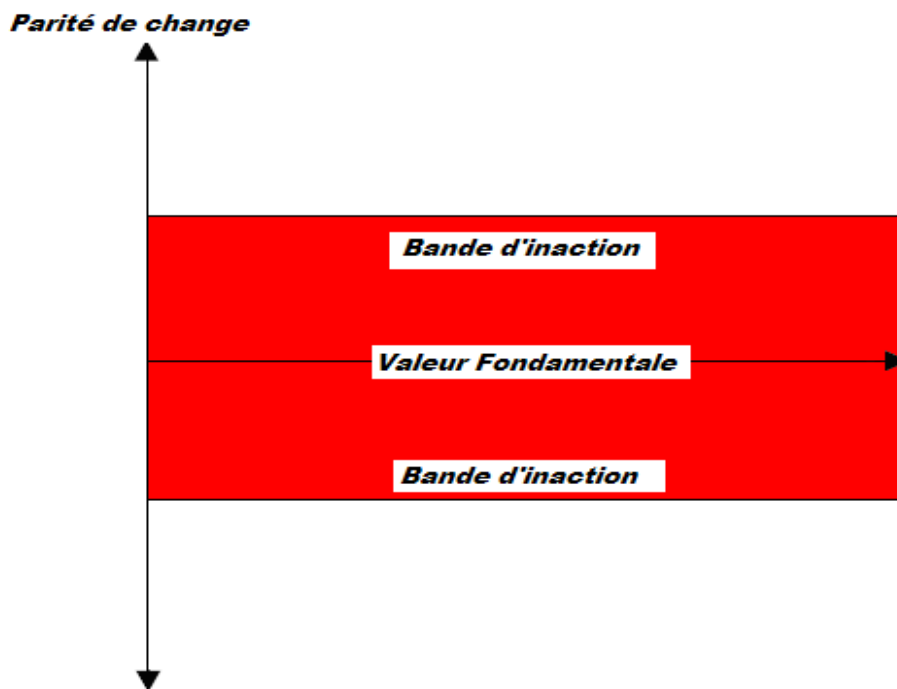
enfin nous traiterons des études qui soulignent les effets que peuvent avoir les coûts de transaction sur la dynamique du taux de change.

L'étude du cas Palm – 3.com a été mise en lumière par LAMONT ET THALER (2003) : En Mars 2000, 3.com, un fournisseur de systèmes réseaux et de services associé a vendu, via une introduction en bourse, 5 % de sa filiale Palm, un fabricant d'ordinateur portable réduit. 3.com a annoncé lors de l'introduction que le reste de Palm serait vendu par la suite. Le fait éloquent fut que dès leur introduction en bourse, le prix des actions de Palm furent si élevées comparé à celui des actions de 3.com que si l'on soustrayait la valeur implicite des 95 % restant de Palm de la valeur de 3.com, on trouvait que la partie non - Palm de 3.com avait une valeur négative. Dans cette configuration, il y avait une forte incitation pour les investisseurs à vendre Palm à découvert et à acheter 3.com. Mais les coûts liés à la vente à découvert des actions Palm ont atteint 35 % en Juillet 2000, imposant une limite à l'avantage lié à l'exploitation de la mauvaise évaluation, par ailleurs les prix des options de vente sur Palm ont commencé à refléter les opinions négatives et sont devenues si élevées que la relation usuelle entre les prix des options et les prix des actions ne tenait plus. En bref, cet exemple montre comment la présence de coûts de transaction peut entraîner la persistance de poches d'inefficience.

Dans le cas de la gestion benchmarkée, nous avons vu que les gestionnaires d'actifs ont pour objectif de battre leur benchmark sous peine de ne pas recevoir une rémunération suffisante à leur goût. Or, la présence de coûts de transaction rend la tâche des gestionnaires d'actifs de plus en plus difficile, car d'emblée ils partent avec une sorte de pénalité, et doivent donc mettre en œuvre des techniques toujours plus pointues qui impliquent souvent une prise de risque supplémentaire qui, sans coûts de transaction n'aurait pas lieu d'être.

De nombreuses études sur le taux de change ont tenté de vérifier si ce dernier convergeait vers sa valeur fondamentale de long terme (valeur de PPA). De manière unanime, le consensus a montré que cela n'était pas le cas. La cause principale étant la présence de coûts de transaction. En bref, les chercheurs concluent que la dynamique du taux de change n'est pas linéaire, des déviations relativement importantes par rapport à la valeur fondamentale sont rapidement comblées et des déviations faibles lentement comblées. En somme, les coûts de transaction créent une bande d'inaction de telle sorte qu'en cas de faibles déviations par rapport à la valeur fondamentale, les gains de l'arbitrage ne suffisent pas à les compenser. On

dit aussi que les coûts de transaction créent ce qui s'appelle des bandes d'agnosticisme. Le schéma suivant représente ce phénomène.



### .XIII) Conclusion

Nous avons pu observer que les contraintes pesant sur les gérants étaient aussi nombreuses que variées. Ces contraintes influencent en permanence le gérant de telle sorte que ce dernier soit amené à faire des choix qui ne correspondent pas à ces anticipations initiales. De ce fait, nous avons pu montrer que les contraintes des gérants étaient en mesure de déformer la structure des prix, et donc de conduire à des attitudes loin d'être rationnelles. Dès lors, il nous a été possible de voir quelles pouvaient être les sources de l'inefficience des marchés observées ces dernières années : le crack de 1987, l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000 et plus récemment la crise des subprimes depuis 2007.

## BIBLIOGRAPHIE

AARON, C & BILON, I & GALANTI, S & TADJEDDINE, Y. « Les Styles des Gérants d' OPCVM Actions Françaises en 2003 », Rapport, 2004.

AGARWAL, V & DANIEL, N. D. & NAIK, N. « Flows, Performance, and Managerial Incentives in Hedge Funds », EFA 2003 Annual Conference Paper N°. 501, July 2004. ...

ARORA, N & OU-YANG, H. « A Model of Asset Pricing and Portfolio Delegation », AFA 2002 Atlanta Meetings, 2001.

ARTUS, P. « Crises, Recherche de Rendement et Comportements Financiers », Architecture financière Internationale, 2004.

BARBER & ODEAN. « All that Glitters : The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors », Working Paper, Haas School of Business, Berkeley, 2003.

BARRAUD, C & WAHMANE, D. « Analyse des Performances des Mutual Funds, Catégorie Mid Cap Growth, (2000 – 2007) », Mémoire de Maîtrise, 2008.

BELLANDO, R & REGUINDE, S. « Compétition entre Fonds et Prises de Risques Excessives : une Application Empirique au cas des OPCVM Actions de droit Français », Rapport, Laboratoire d'Economie d'Orléans, 2006.

BOULHIER, J. F & PARDO, C. « Mini guide de la gestion pour compte de tiers - ou tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs », 2005.

BROIHANNE, M & MERLI, M & ROGER, P. « Finance Comportementale », Economica, 2004.

BROWN, K & HARLOW, W & STARKS, L. « Of Tournaments and Temptations : an Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry », *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 85-110, 1996.

CARHART, M & KANIEL, R & MUSTO, D & REED, A. « Learning for the Tape : Evidence of Gaming Behaviour in Equity Mutual Funds », *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 661-693, 2002.

CHAN, L & CHEN, H & LAKONISHOK, J. « On Mutual Fund, Fund Investment Styles », *Review of Financial Studies*, 15(5), pp. 1407 – 1438, 2002.

CHEN, H & NORONHA, G & SINGAL, V. « The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions : Evidence of Asymmetry and a New Explanation », *Journal of Finance*, août 2004.

CHEVALLIER, J & ELLISON, G. « Risk taking by mutual funds as a response to incentives », *Journal of Political Economy*, 105(6), pp. 1167-1200, 1997.

COLMANT, B & GILLET, P & SZAFART, A. « Efficience des marches, : concepts, bulles spéculatives et image comptable », *Larcier*, Bruxelles, 2003.

DE BONDT, W & THALER, R. « Do Security Analyst Overreact », *American Economic Review*, 80(2), 52-58, 1990.

DE BONDT, W. « Betting on trends : intuitive forecasts of financial risk and return », *International Journal of Forecasting*, 9(3), pp.355-371, 1993.

DREMAN, D. « Bubbles and the Role of Analysts' Forecast », *Journal of Psychology and Financial markets*, 3(1), pp. 4-15, 2002.

GILLET, P. « L'efficience des marchés financiers », *Economica*, 2<sup>ème</sup> édition, pp. 205-218, 2006.

GILLET, P. « Contrôle de gestion, dédouanement et légitimité : le cas de l'industrie de l'Asset Management », Rapport, 2007.

GIVOLY, D & PALMAON, D. « Insider Trading and the Exploitation of Inside Information : Some Empirical Evidence », *Journal of Business*, Vol. 58, pp. 69-87, 1985.

GOETZMAN, W & PELES, N. « Cognitive dissonance and mutual fund investors », *Journal of Financial Research*, Vol. 20, pp. 145-158, 1997.

GRINBLATT M & TITMAN, S & WERMERS, R. « Momentum Investment Strategies, Portfolio, Performance and Herding : a study of Mutual fund », *American Economic Review*, Vol. 85, pp.1088-1105, 1995.

HODDER, J & JACKWERTH, J. « Incentive Contracts and Hedge Fund Management », Report, 2005.

LARDIC, V & MIGNON, S. « Analyse Intraquotidienne de l'impact des News sur le Marché Boursier Français », Rapport, 2004

LARDIC, V & MIGNON, S. « L'efficience Informationnelle des Marchés Financiers », Collection Repères, pp. 14 – 45, 2006.

LIN, M & CHUNG, H & LEE, C. « Mutual Fund Tournament Test: Do Shareholders Benefit from Fund Managers's Risk-Taking Behavior ? », NTU International Conference on Finance 2004, Taipei, Taiwan, 2004.

MUSTO, D & LYNCH, A « How Investors Interpret Past Fund Returns », *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 2033-2058, October 2003.

OLSEN, R. « Investment Risk: the Experts' Perspective », *Financial Analysts Journal*, 53(2), pp. 62-67, 1997.

MANGOT, M. « Psychologie de l'Investisseur et des Marchés Financiers », Dunod, pp. 137-149, 2005.

MUSTO, D. « Portfolio Disclosures and year-end Price Shifts », *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1563 – 1588, 1997.

SCHARFSTEIN, D & STEIN, J. « Herd Behaviour and Investment », *American Economic Review*, n° 80, pp. 465-479, 1990.

SIRRI, E & TUFANO, P. « Costly search and mutual fund flows », *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1589-1622, 1998.

STICKEL, S. « Reputation and Performance among Security Analysts », *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1811-1836, 1992.

TADJEDDINE, Y. « Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière », Rapport, 2004.

THOMAS, S. « Conséquences Boursières de l'Appartenance à un Indice », *Document de travail SBF*, Bourse de Paris, 1996.

WELCH, I. « Herding among Security Analysts », *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 369-396, 2000.

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

ZWIEBEL, J « Corporate conservatism and relative compensation », *Journal of political Economy*, 103(1), pp. 1-25, 1995.