



Comment ne pas suivre les autres dans le monde de la gestion d'actifs ?

Sylvain Marsat, Yamina Tadjeddine

► To cite this version:

Sylvain Marsat, Yamina Tadjeddine. Comment ne pas suivre les autres dans le monde de la gestion d'actifs ?. 2008. hal-02156565

HAL Id: hal-02156565

<https://hal.science/hal-02156565>

Preprint submitted on 14 Jun 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



<http://economix.u-paris10.fr/>

Document de Travail

Working Paper

2008-16

Comment ne pas suivre les autres dans le monde de la gestion d'actifs ?

Sylvain Marsat
Yamina Tadjeddine



UMR 7166 CNRS

Université Paris X-Nanterre
Maison Max Weber (bâtiments K et G)
200, Avenue de la République
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07
Email : secretariat-economix@u-paris10.fr



Université Paris X Nanterre

Comment ne pas suivre les autres dans le monde de la gestion d'actifs ?

Mars 2008

Sylvain MARSAT
Maître de Conférences
Université d'Auvergne-IAE de Clermont-Fd
Faculté de Sciences Economiques et Gestion
41 bd F. Mitterrand
F 63 002 Clermont-Fd Cedex
Centre de Recherche en Sciences de Gestion
Tel : +33(0)4 73 17 75 88
E-mail : sylvain.marsat@u-clermont1.fr

Yamina TADJEDDINE
Maître de Conférences
Université de Paris-X Nanterre
Bâtiment Max Weber
200 avenue de la République
F 92001 Nanterre Cedex
EconomiX
Tel : +33(0)1 40 97 78 86
E-mail : ytadjedd@u-paris10.fr

Résumé :

Le mimétisme constaté sur le marché financier est souvent réduit à un fait idiosyncratique, expliqué par un calcul rationnel individuel et déconnecté de tout l'environnement social. Ces explications placent au second plan la nature sociale ou institutionnelle du mimétisme. Or, il paraît difficilement acceptable de penser la décision financière comme une action purement individuelle, désencastrée des influences sociales. Afin de mieux éclairer les sources du mimétisme, il importe de ne pas limiter l'analyse aux seuls choix individuels et d'introduire des considérations holistes. A cette fin, cet article propose d'étudier les diverses sources du mimétisme à partir de l'étude des décisions d'une catégorie particulière d'acteurs financiers : les gérants de fonds. Le cadre néo-institutionnaliste initié par North (1990) et Williamson (2000) permet de considérer dans une même théorie les différents niveaux (institutions, organisations, individus) nécessaires à la compréhension des décisions des gérants

The mimetism observed on financial market is often explained by an individual choice. These explanations do not consider social influences of norms, organization and institutions. We propose to analyze the social roots of financial imitation by considering decision done by mutual funds' managers. Our analysis is based on interviews and mobilized Institutional Theory

Mots-clés : Mimétisme, institutions, contraintes, indice de référence

1 Introduction

Les comportements moutonniers sont depuis longtemps observés sur les marchés financiers, comme le met déjà en scène, à la fin du XIX^{ème} siècle, Emile Zola dans *l'Argent*. Les épisodes de manias soulignent périodiquement ce phénomène d'engouement collectif pour certains titres, où la hausse exponentielle des cours est suivi d'un mouvement de panique à la baisse. Étudiés par des sociologues (Weber, 1894 ; Proudhon, 1853; de Tarde, 1904), des historiens (Kindleberger, 1994), des psychologues (Andreassen et Kraus ; 1988), des économistes (Stuart-Mill, 1848; Keynes, 1936 ; Orléan, 1999 ; Shiller, 2000), la dynamique des prix apparaît comme une production naturelle et endogène de la logique financière. Le mimétisme serait inscrit dans les structures de la finance. Une première explication de ce phénomène collectif fut recherchée dans la rationalité individuelle : l'imitation serait induite par un comportement naturel, volontaire et réfléchi en situation d'information imparfaite. Le mimétisme deviendrait ainsi imitation car résultat d'un processus conscient. De nombreuses études récentes ont expliqué les fondements du caractère rationnel de l'imitation.

Si Keynes (1936) apparaît précurseur dans la mise en évidence des comportements mimétiques, il faut attendre la fin des années 1980 pour constater un important développement de la littérature sur le sujet en finance. Les travaux de Shiller (1987, 1995) soulignent la présence de comportements mimétiques, notamment lors du krach de 1987, et explicitent les sources de mimétisme, notamment l'importance des schémas mentaux et des conversations. D'un point de vue théorique, les modélisations basées sur la quête d'information (e.g. Bikhchandani, Hirshleifer et Welch, 1992 ; Banerjee, 1992 ; Orléan, 1989 ; Topol, 1991 ; Lux, 1995 ; Lee, 1998) ont donné un fondement rationnel au mimétisme. Le fait de suivre le mouvement du marché ou les interventions d'un acteur particulier s'explique logiquement dans un environnement d'informations imparfaites. En effet, le mimétisme permet à l'individu mal informé de mieux anticiper les prix futurs. Ces travaux se placent dans le champ de la théorie de la décision individuelle où l'acteur cherche à optimiser son allocation, libre de toutes les contraintes sociales et organisationnelles.

Le mimétisme constaté sur le marché financier serait ainsi réduit à un fait idiosyncratique, expliqué par un intérêt purement individuel et déconnecté de tout l'environnement social¹. Ces explications placent au second plan la nature sociale ou institutionnelle du mimétisme. Or, il paraît difficilement acceptable de penser la décision financière comme une action purement individuelle, désencastrée des influences sociales. Les travaux de Scharfstein et Stein (1990), par exemple, soulignent que le gérant doit prendre en compte l'estimation de ses capacités par sa hiérarchie dans ses décisions. En effet, les acteurs financiers appartiennent tous à des organisations financières qui produisent des procédures internes et sont contraintes par des règles. Leurs décisions s'inscrivent dans ces structures institutionnelles.

Cette question de l'influence des structures sociales sur la décision économique et de leur éventuelle répercussion *in fine* sur les cours est d'autant plus intéressante que la sphère financière toujours plus procédurale car inscrite dans des régulations diverses. En effet, afin de limiter les risques et leur répercussion sur le monde économique, les organisations financières répondent à des contraintes de plus en plus nombreuses, produites par la réglementation nationale avec des organismes comme l'AMF ou la Commission Bancaire, la réglementation européenne à travers les directives MIF ou UCITS, la réglementation internationale (accords de Bâle), mais aussi par la concurrence qui exige un *benchmark* et des classements, ainsi que par la discipline de marché impliquant un contrôle

¹ Orléan (1999) définit trois formes de mimétisme : informationnel, normatif et autoréférentiel. La logique sociale est perçue à travers le prisme individuel, comme une pression externe acculant l'acteur à se soumettre aux choix des autres.

interne des risques. Afin de mieux comprendre les sources du mimétisme, il importe de ne pas limiter l'analyse aux seuls choix individuels et d'introduire des considérations holistes. A cette fin, cet article propose d'étudier les diverses sources du mimétisme à partir de l'analyse des décisions d'une catégorie particulière d'acteurs financiers : les gérants de fonds.

Etonnement en France, peu de recherches empiriques s'intéressent au comportement effectif de ces gérants². S'il est vrai que les études quantitatives privilégient souvent l'utilisation de données de marché (prix, volumes, événements...), il semble cependant difficile de bien comprendre les motivations des acteurs sans se pencher sur leurs pratiques, leur appréhension du marché et leurs contraintes. A travers deux études distinctes et indépendantes, nous avons pu interroger environ 25 gérants de portefeuille opérant sur le marché français. Nous adopterons dans cet article, une approche qualitative, s'appuyant sur les entretiens menés, complétés par la lecture de documents réglementaires et professionnels. L'ensemble des témoignages récoltés et son analyse permettent une compréhension approfondie des mécanismes qui exercent une contrainte sur le gérant, et qui semblent largement occultés par la plupart des travaux sur le mimétisme.

La suite de ce papier est structurée de la façon suivante. La section 2 examine le monde de la gestion collective dont font partie les gérants de portefeuille. La troisième section présente le cadre théorique et la méthodologie utilisée. Ensuite, les trois niveaux retenus par la théorie néo-institutionnaliste sont abordés du point de vue de leur influence sur l'imitation des gérants. Ainsi, les institutions génèrent du mimétisme (section 4), mais aussi l'organisation (section 5). Ces deux niveaux ont un impact sur un comportement individuel imbriqué.

2 Le monde de la gestion collective

Les premières sociétés de gestion furent créées au 19^{ème} siècle en Europe³. Toutefois, cette activité est restée confinée. C'est seulement depuis les années soixante-dix aux Etats-Unis et le milieu des années quatre vingt en Europe, que l'industrie de la gestion d'actifs connaît un développement massif. En 2006, l'encours des 500 plus importantes sociétés de gestion d'actifs atteint quasiment le montant de 64 000 milliards de dollars selon *Watson Wyatt Worldwide*. Les sociétés de gestion ont pour fonction de placer les sommes qui leur ont été confiées par les épargnants (ménages, entreprises) et d'autres investisseurs financiers (fonds de retraite, assurances, banques de détail) sur les différents marchés financiers du monde. Ce sont les principaux acteurs des marchés mondiaux du fait du volume de capitaux en jeu. Les apporteurs de capitaux confient leur épargne dans l'espoir d'un rendement correspondant au risque supporté. Les contrats signés peuvent relever du droit des sociétés, les apporteurs sont alors souscripteurs de parts de société (SICAV), ou du droit commercial (FCP ou mandats de gestion).

En France en 2006, le montant net de la gestion collective s'élevait à environ 2 350 milliards d'euros, dont environ 895 en gestion sous mandat et 1 455 en gestion d'OPCVM⁴. 434 sociétés de gestion collective étaient enregistrées. Toutefois ce nombre masque une très forte concentration de l'industrie : les 20 premières sociétés géraient environ 70% des encours d'OPCVM. On retrouve aussi ce phénomène de concentration dans la gestion sous mandat. A la différence des Etats-Unis où l'activité de gestion d'actifs est produite par des structures indépendantes dédiées, de tailles diverses, l'industrie de gestion d'actifs en France est majoritairement le fait de filiales des conglomérats financiers : assurances ou banques (cf annexe 1).

² Shiller, R., 1987 ; Tadjeddine, Y., 2006 ; Marsat, S., 2006 ; Lütje, T., Menkhoff, L., 2003 et Arnwald, T., 2001.

³ La Société Civile Genevoise d'Emploi de Fonds 1849, source F. Russel, 2007

⁴ Ces chiffres excluent les OPCVM nourriciers et les montants de la gestion sous mandat intégrés dans les OPCVM. Source : *La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2006*, AMF

Les services des gérants qu'il soit sous format de mandat ou d'OPCVM sont commercialisés soit directement auprès de ménages fortunés ou d'autres sociétés, financières ou non, soit indirectement via des distributeurs qui peuvent être internes au groupe comme le réseau de la banque de détail, soit externes tels que les distributeurs indépendants, les conseillers et autres groupes financiers. Les gérants sont ainsi mis en concurrence et leurs performances font l'objet de communication et de classements périodiques comme ceux établis par *Standard & Poors*⁵ ou encore *Le Revenu*. Si les pays anglo-saxons ont développé une distribution dite d'« architecture ouverte » en opérant une séparation fonctionnelle de la chaîne de valeur, les modèles français et allemand privilégient l'intégration des opérations, de la conception à la distribution, au sein d'un même groupe.

L'activité de gestion fait l'objet d'une réglementation spécifique. Leur finalité est d'assurer la protection de l'épargnant et d'éviter ainsi la survenance d'une crise systémique comme ce fut le cas en 1929. La réglementation concerne les produits (fonds UCITS et non UCITS) et les organisations (distribution, dépositaire, société de gestion). La directive européenne UCITS donne un cadre unifié de la réglementation des produits et des sociétés de gestion, la directive MIF spécifie la distribution. Enfin, les directives afférentes aux banques et aux assurances ont une conséquence indirecte sur la gestion d'actif. A l'échelle nationale, l'Autorité des Marchés Financiers est l'organe régulateur, il décide des règles de commercialisation des fonds et assure la protection des épargnants individuels par le contrôle annuel des fonds agréés.

Les sociétés de gestion filiales de groupes bancaires et financiers répondent à des réglementations propres au secteur d'activité de leur maison mère. Ainsi, les banques doivent satisfaire aux obligations de Bâle II et relèvent en France du contrôle de la Commission Bancaire ; les assurances doivent respecter les conditions de Currency II et rendent compte à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM). Les fonds associés à l'assurance-vie ou les fonds achetés par les Compagnies d'Assurances font l'objet de règles spécifiques vis-à-vis à réduire les risques, se traduisant notamment en terme de diversification et de titres éligibles.

Les gérants de fonds sont responsables des choix d'allocation entre les différents types d'actifs (monétaire, obligations, actions...), mais aussi des décisions d'investissement dans un secteur ou une société. Ils sont devenus les acteurs clés de la finance moderne, pouvant provoquer des mouvements brutaux de titres, individuellement comme l'illustre l'attaque menée par le *Quantum Fund* de Georges Soros contre la Livre Sterling en 1992⁵, et surtout collectivement quand les gérants de différentes sociétés agissent de concert, par exemple lorsque les cours atteignent les seuils automatiques de vente (stop loss)⁶.

Une analyse centrée sur les gérants et leur environnement peut nous permettre de mieux comprendre les facteurs individuels et sociaux à même d'induire ces phénomènes de mouvements collectifs caractéristiques de la dynamique financière. Nous parlerons de mimétisme quand le suivisme relève d'un choix rationnel du gérant, d'imitation quand il s'agit au contraire d'une contrainte qui s'impose à lui. La compréhension des mobiles de la décision des gérants impose d'analyser ces différents facteurs et de spécifier le cas échéant la pression mimétique exercée. Le recours au cadre néo-institutionnaliste et aux entretiens nous semblent pertinents pour répondre à cette question.

⁵ Soros, G., 1998, *L'alchimie de la finance*, Valor Editions, Paris, 472p.

⁶ Ces seuils ont été accusés d'être à l'origine du krach de 1987, cf Gennotte Leland (1990) pour un modèle explicite de leur impact.

3 Méthodologie et cadre théorique

3.1 Les entretiens réalisés auprès de gérants français

Capter empiriquement la dimension mimétique des acteurs financiers s'avère complexe. L'usage de l'économétrie n'est pertinent que sur des séries concernant les caractéristiques individuelles des fonds. Aaron et alii (2004) proposent d'analyser la dynamique collective des SICAV actions françaises sur la période 1998-2002 à partir des valeurs liquidatives quotidiennes. D'autres travaux s'appuient sur la composition exacte des portefeuilles des fonds (Falkenstein E. G. (1996), Brown S, Goetzmann N. (1997), Chan, Chen, Lakonishok (2002)).

Ces travaux économétriques ont le mérite de prouver l'existence de mouvements collectifs, sur certains titres, à certaines périodes. Toutefois, ils ne se défont de la critique apportée dans l'article de Froot, Scharfstein et Stein (1992). Leur modèle montre comment l'arrivée décalée d'une information, peut amener à conclure à tort à du mimétisme, alors qu'il s'agit seulement d'une réponse différée à un même signal. Ainsi, le fait d'observer une corrélation entre les ordres passés en décalés n'implique pas le mimétisme du suiveur. Enfin, les tests économétriques ne cherchent pas à déterminer les causes du mimétisme. Cela s'avère d'ailleurs difficile tant la diversité des facteurs est forte. C'est précisément pourquoi, il nous a semblé pertinent de recourir à des données qualitatives, entretiens et questionnaires.

Le recours aux questionnaires pour expliciter les comportements des gérants de fonds ont déjà été menés aux Etats-Unis (Shiller [1987]), en France (Demarchi, Thomas (1997), Serret (2002), Aaron et alii (2005), Godechot (2005), Marsat (2006)) et en Allemagne (Lütje (2005)). Certains, comme Shiller ont mis l'accent sur la nature des signaux utilisés effectivement par les gérants. D'autres, à l'instar de Serret ont cherché à déterminer les variables non économiques (organisationnelles, expérience, techniques utilisées) qui influençaient les pratiques. Tadjeddine (2006) mobilise ainsi les entretiens pour capter la nature conventionnelle des décisions financières des gérants.

Cette méthodologie est sujette aux critiques usuelles de non exhaustivité puisqu'elle s'appuie sur un nombre limité d'acteurs et d'entretiens. Toutefois, elle permet de capturer des récits des personnes interrogées et de mettre en évidence des facteurs communs à même de rendre compte de comportements génériques, propres au secteur de la gestion d'actifs. Comme le note Becker (1996), interroger directement les acteurs permet de mieux comprendre leurs pratiques réelles, et évite au chercheur de suivre l'ornière de postulats théoriques ne correspondant qu'imparfaitement à la réalité, telle qu'elle est vécue par les agents.

Dans cet article, nous nous appuyons sur deux campagnes d'entretiens réalisés entre 2003 et 2005 auprès de gérants français. L'âge moyen de l'échantillon s'établit à plus de 37 ans, et le nombre d'années d'expérience moyen est d'environ 9 ans. Si l'on considère que les caractéristiques des gérants français et allemands sont proches, l'âge et le nombre d'années d'expérience sont légèrement supérieurs à la moyenne, en se basant sur l'enquête exploratoire d'Arnwald (2001). Sur les 24 gérants, 11 disposent en outre d'un titre de responsable ou de directeur de la gestion. Les marchés sur lesquels les gérants interviennent sont divers mais se concentrent principalement sur la France et l'Europe. La première campagne d'entretiens concernait exclusivement les OPCVM actions France (catégorie qui existait encore en 2003, depuis elle a été remplacée par la catégorie Action Europe). Les principales caractéristiques de l'échantillon figurent en annexe 2.

Les entretiens ont été menés sous format semi-guidé. L'objectif des deux enquêtes était de comprendre le processus décisionnel des gérants. Ils ont fait l'objet d'une retranscription qui a ensuite été étudiée à travers une analyse de contenu, afin de catégoriser rigoureusement leurs réponses. La durée moyenne des entretiens était de 1h10. L'entretien était organisé comme suit : les questions étaient d'abord générales (sur le parcours personnel, sur la société, sur un journée type de

travail), puis abordaient la nature des informations mobilisées pour la décision, les relations professionnelles (à l'intérieur de l'organisation, avec les clients, les courtiers, les analystes) et enfin les modalités concrètes de sélection de titres et de constitution des portefeuilles.

3.2 Mimétisme et cadre théorique néo-institutionnaliste

L'interrogation des acteurs portait sur les pratiques et visait indirectement à appréhender leur nature potentiellement mimétique. Si les entretiens comportaient des questions précises sur l'usage de l'information disponible, sur leur attitude envers l'action d'agents influents, les discours des gérants interrogés ont rapidement souligné, de manière récurrente, les contraintes extérieures qui pesaient sur eux. L'imitation n'est donc pas la résultante d'un calcul raisonné dans un contexte d'informations imparfaites, mais plutôt la réponse à des contraintes externes diverses : réglementaires (AMF), organisationnelles (le service de contrôle des risques) et institutionnelles (benchmark). C'est la raison pour laquelle nous avons souhaité dans cet article expliciter la nature de ces contraintes. Or, cette description des gérants sur leur expérience de l'encastrement de l'individu dans des règles fixées à des niveaux supérieurs correspond étonnamment à l'approche néo-institutionnaliste.

Le cadre néo-institutionnaliste initié par North (1990) et Williamson (2000) permet en effet de considérer dans une même théorie les différents niveaux nécessaires à la compréhension des comportements des acteurs et dans notre cas, des décisions des gérants. Cette approche fournit un cadre unifié pour comprendre les facteurs socio-économiques agissant sur les comportements individuels et organisationnels. Cette théorie distingue trois acteurs de la dynamique économique : (i) les individus, (ii) les organisations et (iii) les institutions. Nous reprendrons les définitions proposées par North (1990) :

- Les *institutions* sont les règles fondamentales du jeu, qui influencent toutes les interactions, qu'elles émanent d'individus ou d'organisations. Elles peuvent formelles (droit, codes, charte,...) ou informelles (normes sociales). Les institutions limitent les possibilités de choix des actions individuelles et collectives, en créant soit des incitations soit des sanctions selon que les comportements respectent ou non ses invectives. Elles permettent de réduire l'incertitude propre au monde économique et s'avèrent relativement stables dans le temps.
- Les *organisations* façonnent elles aussi les interactions individuelles en créant des règles spécifiques au sein d'un groupe circonscrit d'individus. Elles apparaissent afin de tirer parties des institutions. Les entreprises, les syndicats, les associations, les gouvernements sont des organisations.
- Enfin, le dernier niveau est constitué par les *individus*, qui agissent compte tenu de leurs capacités cognitives et des influences exercées par les institutions et les organisations auxquels ils appartiennent.

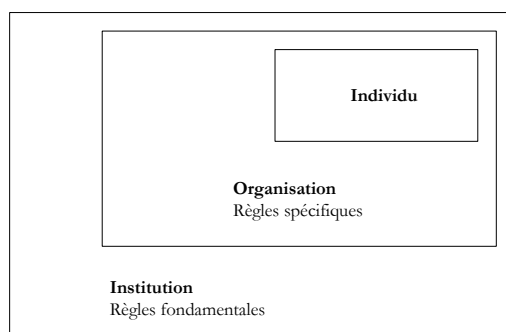


Figure 1. Les acteurs économiques selon la théorie néo-institutionnaliste

D'une manière générale, ce cadre permet d'élargir la compréhension du mimétisme et de ne pas la réduire à un comportement individuel isolé, détaché des règles fixées à la fois par l'institution et par l'organisation, et qui ont un impact primordial dans ses choix. Par la suite, le poids des contraintes pensant sur l'individu, au niveau institutionnel (section 4), puis organisationnel (section 5), seront examinées à la lumière des discours des gérants.

4 Les institutions génératrices de mimétisme

Un certain nombre de règles formelles et informelles agissent sur l'ensemble du monde de la finance. Certaines émanent des organismes de régulation du secteur, d'autres sont des habitudes. D'après les entretiens réalisés, trois aspects sont particulièrement importants dans l'explication du mimétisme : la réglementation prudentielle (4.1), la liquidité (4.2), la focalisation sur une information financière identique (4.3) et la normalisation de modèles théoriques (4.4). Ces règles institutionnelles se traduisent pour le gérant par des contraintes qui le conduisent à ne pas en dévier, et par conséquent le forcent à imiter.

4.1 *Une réglementation prudentielle induisant des mouvements collectifs*

Afin de limiter les risques supportés par les ménages, la directive UCITS limite les marchés et les titres constitutifs des portefeuilles UCITS (OPCVM coordonnés) offerts au grand public. Le champ est large (actions, obligations monétaires) ; mais les produits structurés -sur lesquels interviennent les *hedge funds*- en sont exclus. La Commission Européenne a profondément modifié le 19 mars 2007 le contenu de la directive UCITS en élargissant le champ d'intervention des OPCVM (possibilité de jouer sur l'effet de levier d'endettement, d'investir sur les produits dérivés, recours à la VAR pour évaluer les risques supportés). Ces modifications sont depuis 2007 transcrites en droit français par une série d'arrêtés. Comme notre enquête est antérieure à ces modifications, les gérants font référence à l'ancienne directive.

L'agrément de fonds⁷ impose à la société de gestion préalablement agréée de fournir un prospectus complet à même de décrire l'objet du fonds, ses statuts, la stratégie suivie. Les promoteurs du fonds doivent s'engager à respecter un certain nombre de contraintes. La première concerne la composition du portefeuille afin d'assurer une diversification minimale : règles de répartition suivant la nature des titres détenus (limitation à 10% de l'actif pour certains titres comme les bons de caisse, les billets à ordre,...), et la limitation de la détention des titres d'un même émetteur (5% de l'actif). La deuxième vise la publication semestrielle d'informations certifiées par le commissaire aux comptes relatant la stratégie suivie et les frais de gestion. La troisième régit l'organisation du contrôle de l'activité à travers la séparation fonctionnelle entre le promoteur, le gestionnaire et le dépositaire. Le dépositaire doit avoir son siège dans l'Etat-membre où l'agrément est demandé.

L'importance de la conformité aux normes édictées est aujourd'hui un enjeu essentiel pour les sociétés de gestion, qui mettent l'accent sur la « *compliance* » dans leur structure, comme par exemple dans le cas de l'allocation d'actif :

« Notre volonté, et c'est ce qui est recommandé par l'AMF, c'est que 80% grosso modo des valeurs soient communes à une même politique de gestion. Donc ça c'est une grosse contrainte. [...] Il faut qu'on ne prenne pas plus de risque que nous impose le mandat de gestion, au niveau de l'allocation d'actifs. Donc on a des contrôles très fréquents d'allocations d'actifs, de performance –par rapport au *benchmark*. On doit imprimer tous les contrôles et en avoir une trace écrite pour si un jour l'AMF... avait la bonne idée de venir nous voir ! »

⁷ Dictionnaire permanent Epargne et produits financiers, OPCVM

4.2 L'exigence de liquidité

Une qualité importante des titres financiers consiste en leur liquidité, à savoir la possibilité de les échanger rapidement sans variation forte du prix. Les gérants s'intéressent à cette qualité en cela qu'elle le permet de modifier plus ou moins rapidement la composition de leur portefeuille : plus un titre est liquide, plus il sera facile de l'acquérir ou de le vendre. Or, la liquidité n'est pas une caractéristique intrinsèque du titre financier ; elle satisfait à une logique institutionnelle.

La liquidité dépend de la nature du titre, à savoir s'il s'échange sur un marché réglementé (actions, obligations, dérivés, future, monétaire,...) ou non (produits structurés, CDS,...). Les titres les plus liquides sont sur les marchés réglementés. Ainsi, sur *Euronext*, les titres les plus liquides sont ceux du *CAC40* (grosses capitalisations) puis du *CAC MID 100* (moyennes capitalisations) et du *CAC SMALL 90* (petites capitalisations). Certaines sociétés, notamment les petites entreprises, non sont pas cotées ; l'échange relève alors du gré à gré. C'est le domaine du *Private Equity*.

Le caractère réglementé ou non influence l'environnement financier. Ainsi, les analystes s'intéressent plus sporadiquement aux sociétés non cotées. Un gérant non *Private Equity* aura cependant des réticences à s'engager sur ce domaine. Le caractère réglementé ou non du titre influence la stratégie du gérant à cause du risque de liquidité mais aussi de l'incertitude régnante :

« Aujourd'hui, un gérant n'est pas sensé se poser la question de savoir s'il va vendre ou pas. En fait, ce doit être réglé avant au niveau du portefeuille modèle par l'intégration de valeurs suffisamment liquides pour que cela n'impacte pas les portefeuilles. C'est la raison pour laquelle notre univers final sur le portefeuille modèle Europe grand public va être limité à 250 valeurs. Donc, a priori, vous sélectionnez les valeurs les plus liquides. Nous sommes obligés d'avoir en portefeuille les valeurs les plus liquides et les plus grosses. Il est difficile d'être sur un univers et de ne pas suivre Total Fina ou Unilever. »⁸

« Donc quand t'as 30 valeurs sur lesquelles investir, sachant que sur les 30, il y en a 15 qui sont à peu près illiquides, et même les 15 qui sont liquides, souvent, tu les traites en bloc. Parce qu'il n'y a pas forcément assez de liquidité sur le marché. Donc ça, c'est une contrainte assez forte. »

Dès lors que la recherche de liquidité devient une priorité pour le gérant, les décisions individuelles seront influencées par les règles qui structurent les marchés. A chaque crise financière (celle des *subprimes* n'échappe pas à la règle), une course vers la liquidité se produit, chaque gérant cherchant à limiter ses pertes en vendant ses titres les plus risqués et à acquérir des titres plus sûrs, i.e. plus liquides. Ainsi, la liquidité induit des mouvements collectifs dictés par la nature institutionnelle des titres.

4.3. La focalisation des acteurs sur l'information financière

En effet, comme le montre Shiller (2000), les médias se focalisent sur une certaine information, sur certaines sociétés. S'en écarter, c'est prendre le risque de s'éloigner de la « lumière » médiatique et de ne pas bénéficier de l'engouement pour ces sociétés, qui font d'autant plus parler d'elles qu'elles sont connues, leur cours monte.

**« Pourquoi n'investissez vous pas sur des titres hors marché ?
C'est une histoire de communication financière : j'ai peu d'information financière, bien que les choses se soient améliorées ces dernières années. Sur le Second Marché, il y a des analystes qui suivent les valeurs, j'ai donc des recommandations, j'ai des**

⁸ Entretien réalisé en 2005.

mails tous les jours qui me font des commentaires sur les chiffres qui sortent le matin et sur les annonces quelles qu'elles soient. Lorsqu'une société annonce qu'elle fait une acquisition ou une cession par exemple, j'ai immédiatement un commentaire par les analystes me disant si c'est bien ou non. Par contre, sur le marché libre, c'est l'inconnu total. Or, je suis toute seule et je n'ai pas le temps de mener par moi-même une recherche. Intervenir sur le marché libre c'est le casse-gueule garanti. J'ai déjà des histoires casse-gueule sur le second marché, je ne vais donc pas m'amuser à prendre des positions trop aventureuses. »

Pour d'autres, le nombre d'analystes qui suit une entreprise est un facteur important :

« Certaines entreprises sont suivies par 46 analystes, d'autres seulement 3. Nous n'intervenons pas si une société n'est pas suivie par 25 analystes. »

Cet élément conduit le gérant à ne s'intéresser qu'aux titres qui intéressent déjà la communauté financière, ce qui réduit d'autant son espace de décisions.

4.4 Le caractère normalisateur du modèle du MEDAF

La gestion d'actif traditionnelle s'est développée en référence au modèle du MEDAF⁹. Ce modèle démontre, sous certaines hypothèses et dans un plan espérance/risque, l'existence de portefeuilles efficients : à chaque niveau de risque correspond un portefeuille optimal. Cette théorie enseignée dans les formations de finance a performé les pratiques de la gestion d'actifs¹⁰.

D'abord, par sa traduction en gestion indicielle. En effet, si l'on ajoute au modèle l'existence d'un titre sans risque, alors il existe un seul portefeuille efficient : le portefeuille de marché. Ce portefeuille est caractéristique d'une place, d'une économie. Dans le cadre des hypothèses du modèle, il est impossible de battre ce portefeuille. Cette théorie couplée à la thèse de l'efficacité des marchés ont servi de justification à l'apparition et au développement la gestion indicielle¹¹. Ce style de gestion a longtemps dominé le monde de gestion d'actifs. Le travail des gérants se limite alors à construire un portefeuille semblable à celui de l'indice du marché, comme par exemple le CAC 40. Quand la composition de l'indice change (pondération, exclusion, introduction), tous les gérants de fonds indiciels vont modifier en conséquence leur portefeuille. Le rehaussement d'une pondération et l'introduction d'un nouveau titre provoquent des achats à même d'induire une hausse des cours (et inversement en cas de diminution d'une pondération ou d'une exclusion).

Le modèle MEDAF justifie ensuite l'existence d'une norme, d'un indice référent –un *benchmark*. En l'absence de titre sans risque, ce modèle prouve l'existence d'un portefeuille efficient pour chaque niveau de risque. Chaque stratégie de gérant peut être appréciée en termes de risque : si le portefeuille n'est composé que titres de grandes capitalisations, le risque sera moindre que s'il est composé de titres de sociétés non cotées. Il est alors possible de comparer le rendement du portefeuille construit par le gérant avec celui du portefeuille efficient de la même classe de risque. Ce dernier sert ainsi de norme permettant de jauger la performance de chaque gérant. Dès la création du fonds, l'indice de référence est précisé afin d'informer les souscripteurs du niveau de risque et du rendement attendu de ce nouveau portefeuille. La notice indique aussi la fonction de cet indice : s'il s'agit de le reproduire ou de le dépasser (« surperformer »). Par la suite, cet indice interfère dans le processus de décision du gérant. Lorsqu'on les questionne sur leurs contraintes, la quasi-totalité des gérants soulignent l'importance du respect de l'allocation d'actifs, du *benchmark* :

« Ensuite donc, une allocation sectorielle est faite qui sert d'allocation pour le portefeuille modèle. Après, chaque gérant est sensé mettre en œuvre cette allocation avec une marge de manœuvre. Son portefeuille client doit être en *overlap*, c'est-à-dire correspondre à 75% au

⁹Ou Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers. Voir notamment Sharpe, W., 1964.

¹⁰ Bernstein, P., 2000, Des idées capitales, Presses Universitaires de France, Paris, 320p.

¹¹ Walter C., 2006.

portefeuille modèle, il bénéficie donc de 25% de marge de manœuvre pour choisir d'autres titres ou modifier un peu l'allocation sectorielle. Sachant qu'il doit respecter quand même les principes d'allocation sectorielle. Si l'équipe ou si le portefeuille modèle est positif sur les valeurs de la santé, lui ne peut pas être sous-pondéré sur les valeurs de la santé. »

Ainsi, une importante partie des valeurs sont communes à une politique de gestion. Dans une structure de gestion sous mandat, par exemple, les gérants n'avaient de latitude que sur 20% du portefeuille. Nombre de gérants soulignent les « pseudo-gestions » où les gérants ont une liste de valeurs sur lesquelles investir mais ne peuvent s'en écarter. Ces contraintes sont largement liées à la déontologie du gérant, qui doit pouvoir assurer à ses différentes clientèles, et à ses différents portefeuilles, une rentabilité homogène pour un niveau de risque donné. De plus, si l'on considère les marchés efficients au sens de Jensen (1978), il n'est pas possible pour un gérant de le battre. La seule alternative pour un opérateur qui croit en cette efficacité est donc de suivre le marché dans son ensemble.

Emanant des institutions, les différents textes prudentiels, la construction du marché, la nature conventionnelle des informations ou la performativité d'un modèle théorique, jouent donc un rôle important dans les décisions des gérants de portefeuille. Elles restreignent et orientent leur espace de décisions : seuls certains titres, certaines stratégies leurs sont accessibles. Les comportements collectifs vont en conséquence évoluer de concert, non pas qu'ils réagissent à un stimulus informationnel identique ou qu'ils se copient entre eux, mais seulement parce qu'ils respectent, consciemment ou inconsciemment des règles identiques. Dans cette mesure, les institutions favorisent le mimétisme des gérants.

5 Les organisations et pression mimétique

L'objectif de l'organisation n'est pas nécessairement le même que celui du gérant dès lors que celui-ci n'est pas propriétaire de la société de gestion¹². Afin d'assurer sa pérennité, l'organisation met en place des procédures visant d'une part à maximiser le profit global (satisfaction des désirs des clients, assurer la performance du fonds, création de fonds nouveaux), d'autre part à minimiser les risques pris par le gérant. En effet, dès lors que la rémunération et le prestige du gérant dépendent de la performance réalisée par le fonds et puisque le rendement est corrélé au risque, le gérant est naturellement incité à prendre des risques¹³. Or ces risques peuvent conduire à des pertes voire à la disparition de l'organisation (cf Nick Leeson et la faillite de la *Barings*). L'organisation instaure donc des procédures qui contraignent l'action du gérant. Ces procédures induisent elles aussi des phénomènes grégaires.

5.1 Se conformer aux désirs de la clientèle

La pression exercée par les clients en mettant en concurrence les fonds et les sociétés de gestion induit de nouvelles contraintes pour le gérant. Les clients (individuels ou investisseurs institutionnels) comparent les performances des fonds. Cette comparaison peut s'appuyer sur les classements régulièrement publiés, ou mobiliser l'indice de référence annoncé dans le prospectus. L'indice de référence est aussi le diapason utilisé par le client afin de juger la performance de la société de gestion. Si le fonds s'avère relativement meilleur que les autres, de nouveaux souscripteurs se présenteront et les détenteurs seront satisfaits. Dans le cas contraire, aucune nouvelle souscription n'advientra et certains détenteurs de parts pourront les vendre. Dès lors, des procédures sont mises en place afin d'obliger le gérant à coller voire à dépasser à la norme

¹² Une solution pour éviter ce conflit d'intérêt réside dans l'incitation voire l'obligation des gérants à investir dans les fonds qu'ils gèrent. Cette procédure est fréquente dans les *hedge funds*.

¹³ La mésaventure récente de la Société Générale est une parfaite illustration.

constituée par le *benchmark*, tout en cherchant à faire aussi bien voire mieux que les fonds concurrents.

« Nous avons un patron de gestion. Il regarde tous les mois nos performances. De toute façon, elles sont publiées en interne toutes les semaines, et nous avons de grosses publications tous les mois. Il doit certainement parcourir nos performances, mais la meilleure façon de voir notre performance, c'est par les notations et les classements de nos fonds parmi la concurrence. Comme j'ai un fonds *small et middle caps*, je suis dans la catégorie *small caps*. Je le suis toutes les semaines et ma hiérarchie regarde cela tous les mois et tous les trimestres pour voir comment je suis classée par rapport à la concurrence. C'est donc surveillé. »

« La partie actions est gérée par rapport au CAC. Pour des raisons non pas de pertinence mais pour des raisons purement commerciales car notre clientèle est une clientèle de particuliers. Et ce qu'ils suivent, c'est l'évolution du CAC à la TV ou dans le journal. »

« Pour les portefeuilles grand public, nous sommes plutôt sur du SBF 120, mais beaucoup de gérants sont officiellement sur le CAC 40 parce que leurs clients ne connaissent pas le SBF 120 et ce qui revient en permanence dans les agences, c'est : j'ai vu le CAC 40 à la télé, il a fait +3%. Le particulier ne comprend pas la notion de *benchmark*. Ce n'est pas seulement une référence de performance, ce peut aussi être une référence de construction etc. Pour un particulier, ce n'est pas le cas ; pour lui, c'est la référence en termes de performance. »

« Il faut avoir une grande humilité dans notre métier. Mais ce qui est important, c'est de pouvoir expliquer sa décision de gestion au client. Ça c'est important. »

La pression exercée par les clients induit une normalisation des portefeuilles sur l'indice de référence et sur la performance collective moyenne. La frilosité des gérants à s'écarter de leur benchmark se fait ainsi écho au conformisme des clients, qui veulent *a minima* les mêmes performances que le marché dans son ensemble.

« Quand vous avez une puissante allocation sectorielle et que vous n'êtes pas du tout dedans, vous avez des problèmes avec des clients. Le client, en fin 1999, si vous n'aviez pas de *Hi tech*, il vous prenait pour un fou. Enfin pour un ringard. Le client aujourd'hui qui n'a pas de pétrolière, il se dit : « mon gérant n'est pas bon ». Donc, c'est pas une question de valeur là. C'est si vous êtes à l'écart d'un grand secteur qui est lui-même vedette de la côte, et que vous n'avez pas, là vous n'êtes pas bien. C'est les clients qui peuvent vous le reprocher. »

« On parlait du phénomène des TMT. Il y avait une pression de la clientèle, pour que le poids de ces secteurs TMT augmente au-delà des proportions. Mais il fallait contrôler et ne pas surpondérer exagérément. Mais lorsqu'il s'agit des demandes des clients... On leur fait comprendre les risques. Si leur demande persiste, il convient de la respecter. Il s'agit d'une décision sous mandat, mais on ne peut pas totalement s'affranchir d'une tendance, lorsqu'elle est extrêmement forte. On ne peut pas ne pas respecter une demande client si cette demande là s'amplifie et se généralise. »

5.2 Contrôler les risques

Les organisations mettent en place des procédures de contrôle interne des risques. Ces procédures sont pour une part de nature réglementaire (cf section précédente). Elles relèvent pour une autre part de la discipline de marché, les organisations souhaitant poursuivre leur activité dans les meilleures conditions possibles. Dans les grandes structures financières, le contrôle des risques est un département indépendant, très souvent rattaché au directoire.

Les procédures de contrôle des risques s'attachent à vérifier que les ordres pris par le gérant s'inscrivent dans ces prérogatives (marchés, titres, volume), respectent les règles de diversification, les objectifs affichés par le fonds et les limites décidées en interne.

Une procédure fréquente est le recours au *tracking error* qui mesure le risque relatif d'un fonds par rapport à son indice de référence. Plus le *tracking error* (l'écart type annualisé des performances

relatives d'un fonds par rapport à son indice de référence) est élevé plus le fonds s'éloigne en terme de risque de son indice de référence. Généralement, les limites en *tracking error* sont décidées en interne et obligent le gérant à ne pas prendre des risques trop importants relativement à son indice de référence.

« On nous demande de gérer et de faire de la performance, mais pour moi le fond du fond, c'est gérer le risque. Et comment gérer le risque ? Ce sont des pondérations, et en interne nous avons décidé de ne pas aller au-delà de 300 points de base par ligne en sur-pondération par rapport à son *bench*. Et après, en termes sectoriel, pas plus de 10%, dix points de plus. Par exemple, il y a 27% de services dans mon indice, et je peux aller jusqu'à 37-38%. C'est pour gérer le risque. C'est pour éviter toute catastrophe, tout débordement sectoriel. Le décalage peut être très rapide. Par exemple, sur les technos, ne pas y croire et ne pas en avoir du tout n'est pas possible parce que s'il y a le moindre démarrage et que vous n'en avez pas, c'est terminé, et la performance est fichue pour l'année pour faire le rattrapage. Il faut en avoir un peu, comme par exemple dans le *bench* où j'en ai 6% alors qu'il y a quelque temps je n'y croyais pas beaucoup et me mettais à 4%. Je m'étais un peu sous-pondérée. C'est vraiment un moyen pour tenter de gérer ce risque. 300 points, ce n'est pas mal. »

« Sur la gestion « actions européennes », les contraintes, c'était des contraintes de benchmark qui étaient fixées par la société de gestion. Globalement, on avait un objectif de *tracking error* de +/- 2% par rapport à l'indice. Enfin on devait rester dans des normes de +/-5% donc globalement, on faisait entre + et - 2%. On devait avoir au maximum 10% de valeurs hors indice, le STOXX 50. Et sur les 90% dans l'indice, on devait avoir une pondération comprise entre la moitié de la pondération dans l'indice et le double. Sauf pour les grosses valeurs où on avait un peu moins de latitude. Pour ne pas te retrouver avec 13% d'un titre qui pèse 6% dans l'indice. »

5.3 Minimiser les coûts par des économies d'échelle

Les grandes structures financières industrialisent les processus de production de fonds en centralisant les activités supports (dépositaire, back et middle office, commercialisation) et en rationalisant les fonctions. L'objectif est double : limiter les différences individuelles pour les portefeuilles sous mandat afin d'avoir des performances « homogènes » (allocations par classes d'actifs, géographiques...) et réaliser des économies d'échelle. Gérer un ensemble de fonds d'une seule manière, y compris pour des fonds sous mandat, permet en effet :

- de réaliser des économies sur les coûts de transactions, ceux-ci comportant une partie fixe,
- d'industrialiser la gestion et, à travers un profil commun et d'éviter ainsi de consacrer trop de temps à des portefeuilles personnalisés.

Les sociétés de gestion disposent dorénavant de deux types de fonds : les fonds maîtres et les fonds nourriciers. Ces fonds sont investis dans des fonds « maîtres », eux-mêmes dirigés par des gérants, dont ils bénéficient des choix et des performances. Les coûts de gestion sont ainsi minimisés, la rentabilité des fonds « nourriciers » répliquant celle des fonds « maîtres ».

On assiste ainsi à une convergence dans la composition des portefeuilles de chaque société ; le fonds dont à la charge un gérant comporte une part commune gérée par d'autres et une part laissée à sa discrétion.

« Après, on a 4 comptes titres « ordinaires ». Une obligataire, 100% en obligations françaises. Plutôt une politique de revenus. Une optique prudente où on ne dépasse pas 15% en actions, après le reste c'est des produits sécurisés. Une optique équilibre où là on fait moitié actions et moitié produits de taux, puis on a une politique dynamique correspondant à un investissement uniquement en actions. Pour chaque politique de gestion, le client doit être traité de la même manière. Par exemple, il ne fait pas qu'on mette du TOTAL à un client qui a une optique PEA et de l'ENI, qui est une société italienne de pétrole, pour une même politique de gestion. Il faut qu'on soit cohérent. Il faut que tous les clients de la même politique de gestion soient traités de la même manière. Ça peut vous faire penser qu'on industrialise, qu'on gère comme si c'était une SICAV... Mais il y a quand

même des cas particuliers parce que quand on récupère des titres, on ne va pas tout casser du jour au lendemain sans se préoccuper des cours des actions qu'on récupère. On harmonise au fur et à mesure. »

Même dans le cas de gérants sous mandat où le gérant est directement en lien avec le client, il peut être intéressant de regrouper les gestions individuelles, à travers une politique commune :

« Mon style de gestion, c'est 80% du temps la gestion de tous les mêmes gérants étant donné qu'on se doit d'avoir une politique commune. Que les clients se doivent d'avoir les mêmes titres que les autres clients. Donc mon style de gestion, c'est à 80% le style des autres. Enfin... Il y a des différences entre ce qu'on a dans le portefeuille et le style de gestion. Après, je pourrai te parler des 20% de mon style sur mes valeurs propres. Mais pour 80%, mon style de gestion c'est le style de notre service. C'est notre comité qui décide. »

La communication est elle aussi centralisée. Dans une grande banque, par exemple, les particuliers qui ont investi dans un portefeuille « type » (plus ou moins risqué selon la pondération des différentes classes d'actifs composant le fonds maître) sont informés des opérations sur leur portefeuille par un commercial, informé par le gérant. La spécialisation des tâches permet à nouveau de réaliser des économies, le gérant se consacrant uniquement à la gestion de son fonds.

« Parce que ce moyen là permet d'avoir des performances qui vont s'appliquer à l'ensemble des clients avec un minimum d'écart-type. Nous existons depuis 1999 et l'écart type est largement resserré : actuellement sur un mandat offensif, la performance à fin septembre était d'un peu plus de 17% avec un écart-type de 1,5. On a 2/3 des mandats à +/- un écart type. On a des clients qui ont les mêmes performances où qu'ils soient. Et les conseillers ont à assurer la communication auprès du client »

5.4 Les incitations du gérant

Comme le montre Arnwald (2001) dans son étude exploratoire, peu de gérants ont un objectif absolu. Le gérant est donc incité à surperformer un indice de référence avec des bonus de performance relative, tout en restant assez proche, pour des contraintes de maîtrise des risques. En cas de sous performance, il est contraint de recoller à l'indice s'il veut garder son emploi, même si cela s'oppose à ses convictions personnelles.

« Tu appréhendes le jugement de ta hiérarchie. Donc si tu te plantes, on va te dire : « mais tu savais que l'on ne fait pas trop ça ». « Tu vois, tu t'es risqué à faire ça ». Risquer dans le sens tu as pris plus de risque que la moyenne, tu n'es pas resté « mainstream », donc tu t'écarter du sentier battu, eh bien voilà. Les clients ne comprennent pas. Pas contents. Donc au bout d'un moment, tu t'es pris des claques, tu imites, tu reviens dans l'alloc à fond, tu te blindes. Comme ça, si on te dit : « tu sousperformes », tu dérives des pondérations, et tu te remets. ».

« Vous me parlez des plus grosses pondérations, mais vous regardez en absolu. Mais je suis quand même un *benchmark*, un indice de référence qui est le second marché, donc je regarde plutôt mes pondérations par rapport à cet indice. Ce qui ressort, ce sont mes surpondérations par rapport à cet indice. Par exemple, en ce moment je prends des valeurs complètement hors *benchmark* et qui sont les plus fortes pondérations. Quand je crois très fort à une valeur, je peux aller jusqu'à 300 points de base, jusqu'à 3%. Mais comme en ce moment j'ai beaucoup moins confiance en tout, j'ai réduit un peu tout et ma plus grosse pondération est de 2,3, 2,4 ou 2,5. Je raisonne de cette façon et non pas comme vous. Bonduelle est en milieu de peloton pour moi. »

Les sociétés de gestion favorisent les comportements moutonniers, consciemment pour rester dans le consensus ou limiter les coûts, inconsciemment aussi pour limiter les risques. La marge de manœuvre du gérant s'en trouve dans tous les cas encore réduite et poussée vers l'opinion majoritaire.

6 Conclusion : vers un monde de plus en plus grégaire ?

Loin d'une décision autonome postulée par la vision classique de *l'homo oeconomicus* (Katona, 1953), le choix du gérant de portefeuille est donc largement façonné par les contraintes de niveaux supérieurs, qu'il subit. Ces contraintes, résultats de règles institutionnelles et organisationnelles, sont très prégnantes dans les propos des gérants, interrogés en face à face. Les approches classiques, notamment sur les cascades informationnelles, très ciblées sur un individu parfaitement libre, ne permettent pas de capturer cet aspect et limitent ainsi l'intelligibilité des comportements imitatifs. Le cadre néo-institutionnaliste envisage ces phénomènes sous un jour nouveau et élargi.

Que ce soit à l'échelle de l'institution (règles de l'AMF, exigence de liquidité, aspect normatif du MEDAF) ou à l'échelle de l'organisation (contrôle des risques, économies d'échelle ou encore pression de la clientèle), le gérant ne dispose souvent que d'une marge de manœuvre limitée et ne peut s'opposer au courant dominant. Ces contraintes sont largement interdépendantes et se cumulent pour le gérant qui est incité à ne pas trop s'éloigner du marché et privilégie logiquement des approches « core satellite » (Brennan, 1993). Le risque est externalisé, pris en charge dorénavant par des structures non réglementées : les *hedge funds*, qui d'ailleurs ont souvent été créés en Europe par des déçus du monde de la gestion d'actifs.

Se fondant sur des principes éthiques -d'équité entre les clients d'une même société de gestion du point de vue de l'AMF-, économiques -qui prônent la concurrence entre la société de gestion et la transparence du marché-, et psychologiques -du fait du conformisme des clients et du gérant-, le *benchmarking* semble une contrainte transversale, qui touche l'institution, l'organisation et le gérant. La limitation du risque relatif par rapport à l'indice paraît satisfaire l'ensemble des acteurs en fonction de leurs objectifs propres et constituer un équilibre entre les différentes parties prenantes : l'institution garantit l'équité entre les clients, l'organisation limite ses risques par rapport à ses concurrents et le gérant ne s'écarte que peu des performances du marché, exigées par ses clients. Il permet aussi de déléguer le risque au marché, le risque spécifique étant marginal, dans son ensemble, tout en entretenant sa dynamique.

Mais cette limitation du risque pour le client et la société, au niveau *micro*, pourrait engendrer des risques plus importants à l'échelle du marché dans son ensemble par effet pervers lié à l'agrégation des comportements individuels (Boudon, 1979). Comme le soulignent Lütje et Menkhoff (2003), la limitation de risques *micro* limite la prise de risque, diminue l'arbitrage, et favorise ainsi les apparentes irrationalités du marché au niveau *macro*.

Références

- Aaron C., I. Bilon, S. Galanti et Y. Tadjeddine, 2005 : « Les styles de gestion de portefeuille existent-ils ? », *Revue d'économie financière*, n°81, p. 171-188
- Aaron C., S. Galanti et Y. Tadjeddine, 2004 : « La gestion collective dans un marché agité : la dynamique des styles de gestion à partir des cartes de Kohonen », *Revue d'Economie Politique*, vol.114 (4), juillet-août.
- Andreassen, P., Kraus, S., 1988, « Judgemental Extrapolation and the Salience of Change », *Journal of Forecasting*, vol.9, pp.347-372
- Arnwald, T., 2001, "Investment Behaviour of German Equity Fund Managers: An Exploratory Analysis of Survey Data", *Discussion paper 08/01*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank
- Asch S., 1951, « Influences interpersonnelles: les effets de la pression du groupe sur le modification et la distortion des jugements », in Faucheux et Moscovisci, *Psychologie Sociale et Expérimentale*, 1971, Mouton, Paris-La Haye, 394p., p.235-245
- Banerjee, A., 1992, « A Simple Model of Herd Behavior », *Quarterly Journal of Economics*, vol.107, n°3, pp.797-817
- Becker, H., 1996, "The Epistemology of Qualitative Research", in Jessor, R., Colby, A., Schweder, R., *Ethnography and Human Development: Context and Meaning in Social Inquiry*, University of Chicago Press, 530p., pp.53-71
- Bernstein, P., 2000, *Des idées capitales*, Presses Universitaires de France, Paris, 320p.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., Welch, I., 1992, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, vol. 100, n°5, pp. 992-1026
- Boudon, R., 1979, *La logique du social*, Hachette, Paris, 333p.
- Brennan, M., 1993, "Agency and Asset Pricing", Anderson Graduate School of Management *Working Paper* n°6-93, 29p.
- Brown S, Goetzmann N. [1997] : "Mutual fund styles", *Journal of Financial Economics*, 43, p. 373-399.
- Chan, Chen, Lakonishok [2002] : "On Mutual Fund Investment Styles", *Review of financial studies*, 15, p. 1407-1437.
- Demarchi M., Thomas S. (1997), « Actions françaises : l'interaction entre la gestion de portefeuille et la négociation en bourse », in de Biais, Davydoff et Jacquillat (Dir.), *Organisation et qualité des marchés financiers*, p.85-106, PUF.
- Falkenstein E. G. (1996), « Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings », *Journal of Finance*, 51(1), mars, p. 111-135.
- Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J., 1992, « Herd on the Street : Informational Efficiencies in a Market with Short-Term Speculation », *Journal of Finance*, vol. 47, n°4, pp. 1461-1484
- Gennotte G., Leland H., 1990, "Market Liquidity, Hedging and Crashes", *The American Economic Review*, décembre, p. 999-1021
- Godechot, O., 2005, *Les traders: essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte, Paris, 299p.
- Jensen, M., 1978, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp.95-101
- Katona, G., 1953, « Rational Behavior and Economic Behavior », *Psychological Review*, vol.60, pp.307-318
- Keynes, J.M., 1942, *Théorie générale de l'emploi et de la monnaie*, Payot, Paris, 407p.
- Kildenberger, C., 1994, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Editions PAU
- Lee, I., 1998, "Market Crashes and Informational Avalanches", *Review of Economic Studies*, vol.65, pp.741-759
- Lütje, T., Menkhoff, L., 2003, "Risk Management, Rational Herding and Institutional Investors: A Macro View", University of Hannover, *Discussion paper* n°285
- Lux, T., 1995, "Herd Behavior, Bubbles and Crashes", *The Economic Journal*, vol.105, pp.881-896
- Marsat, S., 2006, *Approches de la genèse des comportements mimétiques sur les marchés d'actions*, Thèse de Doctorat
- Orléan, A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 275p.

- Orléan, A., 1989, « Comportement mimétique et diversité des opinions sur les marchés financiers » in Bourguinat, H., Artus, P., *Théorie économique et crises des marchés financiers*, Economica, Paris, 208p.
- Pettigrew, T., 1958, "Personality and Sociocultural Factors in Intergroup Attitudes: A Cross-National Comparison", *Journal of Conflict Resolution*, vol. 2, pp.29-42.
- Proudhon P.-J., 1853, *Manuel du spéculateur à la bourse*, 4^{ème} ed. (1857), Librairie Garnier frères.
- Russel R., 2007, *An Introduction to Mutual Funds Worldwide*, Securities Investment Institute.
- Sharpe, W., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442
- Scharfstein, D., Stein, J., 1990, « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, vol. 80, n°3, pp.465-479
- Serret V., 2002, « Processus de gestion des OPCVM Actions et efficience des marchés financiers », *Document de travail*, mars, IAE Aix Marseille.
- Sharpe, W., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442
- Shiller, R., 2001, *Irrational Exuberance*, Broadway Books, New York, 319p.
- Shiller, R., 1995, « Conversation, Information and Herd Behavior », *American Economic Review*, vol.85, n°2, pp.181-185
- Shiller, R., 1987, « Investor Behavior in the October 1987 Stockmarket Crash: Survey Evidence », *Cowles Foundation Discussion Paper* 853, 41p.
- Shiller, R., 1984, "Stock Prices and Social Dynamics," *Cowles Foundation Discussion Papers* 719R, Cowles Foundation, Yale University.
- Soros, G., 1998, *L'alchimie de la finance*, Valor Editions, Paris, 472p.
- Suart-Mill J., 1848, *The Principles of Political Economy*, book 3, William J. Ashley, 7^{ème} éd. (1909).
- Tadjeddine, Y., 2006, « Les gérants d'actifs en action : l'importance des constructions sociales dans la décision financière », in *L'économie des conventions, méthodes et résultats*, sous la direction de F. Eymard-Duvernay, La Découverte
- Tarde (de), G., 1904, *La Logique sociale*, Alcan, Paris, 466p.
- Topol, R., 1991, "Bubbles and Volatility of Stock Prices: Effect of Mimetic Contagion", *The Economic Journal*, vol.101, pp.741-759
- Walter C., 1996, « Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers », , juillet-août, *Annales*, p. 873-905.
- Weber M., 1894, *La bourse*, Transition (1999).

Annexe 1 : Structure de la gestion d'actifs en France en 2006

répartition du nombre des sociétés suivant le type d'actionnariat

type actionnariat des sociétés de gestion de portefeuille	Nombre	répartition (en %)	nationalité de la maison mère		
			française	européenne	internationale
entreprises d'investissement	37	8,0%	26	5	6
entreprises d'assurance	37	8,0%	29	6	2
établissements de crédit	150	32,4%	102	34	14
sociétés de droit public	12	2,6%	12	0	0
personnes physiques et autres	227	49,0%	208	13	6
Total	463	100,0%	80,6%	12,4%	6,0%

source AMF, novembre 2006

répartition des sociétés de gestion suivant l'encours sous gestion (milliard d'euros)

type actionnariat des sociétés de gestion de portefeuille	Total encours	répartition (en %)	nationalité de la maison mère		
			française	européenne	internationale
entreprises d'investissement	32,1	1,4%	22,2	4,3	5,6
entreprises d'assurance	684,4	29,2%	468,1	213,6	2,7
établissements de crédit	1540,7	65,6%	1313,7	200,7	26,3
sociétés de droit public	2,3	0,1%	2,3	0	0
personnes physiques et autres	87,9	3,7%	84,3	2,7	0,9
Total	2347,4	100,0%	80,5%	17,9%	1,5%

source AMF, novembre 2006

Annexe 2 : Caractéristiques de l'échantillon interrogé¹⁴

Catégorie de gérant	Gérant sous mandat	Gérant en compte propre	Gérant d'OPCVM
	7	2	15
	29,17%	8,33%	62,50%

Sexe	Femme	Homme
	7	17
	29,17%	70,83%

Age	25 à 30 ans	30 à 35 ans	35 à 45 ans	45 à 60 ans
	3	10	6	5
	12,50%	41,67%	25,00%	20,83%

Nombre d'années d'expérience en tant que gérant	0 à 5 ans	5 à 10 ans	10 à 15 ans	15 ans et plus
	7	11	0	6
	29,17%	45,83%	0,00%	25,00%

Montant géré en actions (Mio €)	0 à 50	50 à 100	100 à 1 000	1 000 et plus
	10	4	4	6
	41,67%	16,67%	16,67%	25,00%

Formation initiale	DESS Finance	Ecole de Commerce	Autres formations
	12	8	4
	50,00%	33,33%	16,67%

Localisation	Paris	Province
	17	7
	70,83%	29,17%

Structure de l'organisation	indépendante	filiale banque	filiale assurance	filiale société d'investissement
	3	15	1	5
	12,50%	62,50%	4,17%	20,83%

Nationalité société mère	française	étrangère
	23	1
	95,83%	4,17%

Marchés	France	Europe	International
	9	11	8

¹⁴ Il n'existe malheureusement que peu de données sur les caractéristiques des gérants afin de comparer ces données. Les études de l'AMF analysent les sociétés de gestion et les fonds plus que les gérants eux-mêmes.