

GESTION DÉLÉGUÉE DES ENCOURS PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : DESCRIPTION ET ÉVOLUTION DES PRATIQUES

FRANÇOISE LE QUÉRÉ *

Depuis les années 1990, les investisseurs institutionnels s'imposent comme des acteurs incontournables des systèmes financiers dans l'ensemble des pays développés. Leurs encours sous gestion ne cessent de progresser. Même si une partie seulement de ces fonds fait l'objet d'une délégation de gestion en France et dans les autres pays européens, celle-ci s'est néanmoins traduite par l'émergence d'une industrie de la gestion dédiée dont nous nous proposons de décrire les pratiques. L'étude de la gestion d'actifs pour le compte des investisseurs institutionnels présente des difficultés car elle concerne des acteurs aussi différents que des fonds de pension, des institutions de retraite et de prévoyance, des banques, des compagnies d'assurance, des organismes publics, des entreprises, des associations et des fondations... Les gérants de fonds distinguent généralement deux types d'investisseurs institutionnels selon qu'ils se comportent davantage comme s'ils étaient les détenteurs ultimes des fonds (les *end investors* tels les caisses

277

* Laboratoire d'économie d'Orléans (LEO), UMR 6221 CNRS.

L'auteur tient à remercier Raphaëlle Bellando pour ses commentaires utiles lors de la rédaction de ce travail. Cet article constitue la synthèse d'une étude réalisée pour l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE) en 2005 et en 2006. Il s'appuie sur une enquête menée par voie d'entretiens en France et dans cinq pays européens auprès de sociétés de gestion en charge de la clientèle institutionnelle, d'investisseurs institutionnels et de consultants. Ce travail disponible sur le site de l'OEE (www.oee.fr) avait pour objectif de décrire la relation de délégation telle qu'elle est pratiquée en Europe. Il a été réalisé par une équipe de chercheurs du LEO (Raphaëlle Bellando, Françoise Le Quéré, Franceline Mercurelli, Jean-Paul Pollin, Sébastien Ringuedé, Linh Tran Dieu et Anne-Gaël Vaubourg).

de retraite) ou comme des distributeurs (réseaux bancaires ou d'assurance...) qui les achètent, puis les commercialisent auprès de leur propre clientèle. Au sein même de chaque type d'investisseurs institutionnels, les écarts de taille, de statuts ou de sensibilité à des cadres réglementaires (comptables, d'exigences d'adéquation actif/passif...) sont très importants¹. Leurs contraintes de gestion étant dissemblables, la recherche de rendement et le profil des risques que les institutionnels sont prêts à supporter diffèrent fortement selon les acteurs. Les gérants chargés de la gestion des encours institutionnels doivent tenir compte de ces contraintes car elles restreignent l'allocation stratégique et les possibilités d'investissement à certaines classes d'actifs².

L'objet de cet article est de présenter un panorama de la gestion déléguée des actifs institutionnels en décrivant le type de relation qui s'instaure entre les investisseurs institutionnels et leurs gérants. L'outil d'analyse de cette relation est la théorie de l'agence, même si cette dernière ne permet pas de capter la complexité de la relation mise en jeu. Le choix de déléguer une partie de la gestion des encours conduit en effet à aborder des questions qui constituent le cœur de cette approche théorique, qu'il s'agisse des incitations ou de la définition d'un contrat de rémunération permettant d'aligner les intérêts de l'investisseur institutionnel et du gérant. Tout d'abord, nous expliquons pourquoi l'alignement des préférences entre les deux parties ne peut être obtenu dans la pratique par un contrat de rémunération. Ensuite, nous montrons que l'industrie de la gestion s'est néanmoins structurée de façon à mettre en place un ensemble de mécanismes de contrôle et d'incitation pour contourner cette difficulté.

278

*LES PRATIQUES DE LA DÉLÉGATION DE GESTION
INSTITUTIONNELLE : PEUT-ON ÉTABLIR UN LIEN
ENTRE INCITATIONS DES GÉRANTS
ET CONTRAT DE RÉMUNÉRATION ?*

La théorie de l'agence étudie le type de relation qui se noue lorsqu'une partie, le principal, délègue une tâche moyennant rémunération à une autre partie, l'agent (Jensen et Meckling, 1976). La gestion déléguée s'apparente à une relation d'agence puisque l'investisseur confie au gérant la tâche de gérer ses fonds.

Gestion déléguée et relation d'agence

Le choix de déléguer la gestion des fonds peut se justifier par le sentiment que le gérant, s'il est actif, possède des capacités supérieures pour détecter les meilleurs placements. L'investisseur lui prête des informations privatives qui doivent lui permettre de générer une

surperformance par rapport au *benchmark*. L'investisseur peut également choisir de déléguer la gestion de ses encours à un gérant passif qui se contentera de reproduire les indices. Il n'espère pas de surperformance liée au talent du gérant, mais la délégation reste attractive en raison des avantages dont bénéficient les gérants ou de la possibilité de diversifier le risque du portefeuille quel que soit son niveau de richesse (Korn et Kraft, 2008).

Dans cette relation de délégation, l'objectif de l'investisseur institutionnel est que le gérant déploie des efforts suffisants pour prendre les décisions d'investissement qui se conforment le mieux à ses préférences en termes de rendement, de contraintes de risques, ou d'adéquation réglementaire. En situation d'asymétrie d'information, la délégation impose des coûts d'agence élevés au principal s'il veut s'assurer que le gérant travaille dans son intérêt. L'évaluation du niveau d'effort déployé par les gérants se révèle compliquée si les investisseurs ne disposent pas de l'ensemble des informations nécessaires, par exemple parce que les *reportings* retraçant les portefeuilles sont transmis par les gérants ponctuellement ou de manière imparfaite (*window dressing, late trading*), ou encore parce que la communication de certaines informations concernant les performances réalisées peut se révéler difficile à interpréter (outils de mesure de performances mal compris, problèmes de liquidité d'actifs mal spécifiés...). Par ailleurs, la performance des fonds ne peut être retenue par l'investisseur comme le seul critère d'évaluation de l'effort et du talent du gérant, si cela conduit ce dernier à prendre des décisions d'investissement fondées sur des stratégies risquées, de court terme et contraires aux intérêts des investisseurs. L'effort fourni par le gérant doit donc être évalué par d'autres indicateurs (moyens humains et techniques, collecte et traitement de l'information, clarté du processus de gestion, outils de gestion des risques...)³.

Dans la littérature théorique, de nombreux articles s'intéressent à la relation d'agence et examinent de quelle manière il est possible de mettre en place un système d'incitation permettant d'aligner les préférences de l'agent avec celles du principal, alors même que les intérêts des deux parties divergent. Ce que recherche l'investisseur lorsqu'il délègue la gestion de ses encours, c'est que le gérant déploie des efforts suffisants pour obtenir la maximisation de la performance ajustée au risque de ses fonds pour une échéance donnée. Dans le cas des investisseurs institutionnels, l'allocation d'actifs est établie sur un horizon de moyen/long terme. En France, l'horizon moyen d'investissement des investisseurs institutionnels serait d'environ six ans (Invesco, 2007). De son côté, le gérant de fonds a pour objectif de maximiser sa propre rémunération. Celle-ci est généralement fonction de la taille des actifs

sous gestion et intègre éventuellement des commissions à la performance. Le principal structure son contrat de rémunération de façon à éviter que le gérant n'adopte des comportements contraires à ses intérêts.

La littérature révèle en fait qu'il est difficile de faire émerger de telles modalités de rémunération. Par exemple, si la rémunération du gérant augmente avec les encours sous gestion et qu'il apparaît que les encours affluent dans les fonds les plus performants sans pour autant quitter les moins bons, les gérants chercheront à augmenter la performance réalisée par leurs fonds au prix de stratégies risquées et orientées vers un objectif de performance à court terme (Chevalier et Ellison, 1997 ; Sirri et Tufano, 1998). Dans ce cas, le principal subit les conséquences d'une exposition au risque supérieure à celle qu'il acceptait initialement. Ce conflit d'intérêts conduit le principal à mettre en place d'autres mécanismes de contrôle, dont il doit supporter en contrepartie les coûts d'agence. Ces résultats constituent une base théorique pour étudier la relation de délégation, bien que celle-ci se fonde sur l'analyse d'une délégation simple entre deux parties qui ne correspond pas à la chaîne de délégation qui lie dans la réalité les institutionnels aux gérants.

280

*Une superposition de chaînes de délégation
pour la gestion des encours institutionnels*

Au-delà des difficultés à faire émerger un contrat de rémunération optimal, il est clair que la théorie se fonde sur une représentation de la gestion déléguée qui ne correspond pas à la réalité de la gestion institutionnelle. On retrouve en amont et en aval d'autres niveaux de délégation qui se superposent à la relation entre l'investisseur institutionnel et son gérant. La problématique des incitations qui en découlent en est d'autant plus compliquée.

En amont de la relation, les actifs sous gestion des investisseurs institutionnels proviennent eux-mêmes d'autres acteurs (souscripteurs de parts, assurés, cotisants...). Dès lors que l'investisseur final confie ses fonds à un agent qui en délègue à son tour la gestion, on identifie deux niveaux de délégation. Les contraintes de performance et de contrôle des risques imposées par l'institutionnel qui redélègue la gestion des encours et, *in fine*, les incitations adressées aux gérants sont donc déterminées par des engagements pris en amont vis-à-vis des *end investors*.

En aval de la relation, on ne peut considérer, comme le font les modèles théoriques (Chevalier et Ellison, 1999, par exemple), « le » gérant sans établir une distinction entre la société de gestion, entité que rémunère l'investisseur institutionnel, et le gérant, personne physique

rémunérée en interne par la société de gestion pour définir et orienter les choix de placement. En distinguant la société de gestion des gérants qu'elle emploie, on est conduit à allonger la chaîne de délégation et à la faire apparaître plus complexe en termes de mécanismes incitatifs. Ainsi, le mécanisme d'incitation qui pourrait être défini par l'investisseur institutionnel pour la rémunération de la société de gestion se révélerait insuffisant pour s'assurer que le gérant physique déploie les efforts attendus : les gérants poursuivent des stratégies individuelles dans le but d'accroître leur propre rémunération.

Dans certains cas, il est impossible d'analyser la relation entre investisseur institutionnel et gérant comme une relation simple et bilatérale. Cela tient au développement des fonds de fonds auxquels recourent un certain nombre d'institutionnels. Dans ce cas, un intermédiaire financier - le gérant de fonds de fonds - s'intercale entre l'investisseur et la société de gestion. L'intermédiaire ne propose pas ses propres fonds d'investissement. Il compose un portefeuille intégrant différents fonds gérés par des gérants extérieurs à sa propre société de gestion, supposés à la fois plus spécialisés et performants. La valeur ajoutée du gérant de fonds de fonds tient précisément dans ses capacités de sélectionneur de fonds et de détection des meilleurs gérants dans un univers d'abondance et de sophistication de l'offre (en particulier dans le domaine de la gestion alternative dans lequel les investisseurs institutionnels répugnent à investir directement). Il en résulte un niveau de délégation supplémentaire qui complique à nouveau l'établissement d'un mécanisme d'incitation efficace.

281

Par ailleurs, la délégation des encours des investisseurs institutionnels prend dans la réalité des proportions et des formes très différentes selon le type de ces investisseurs ou les pratiques nationales. Une partie des encours des institutionnels est exclue du champ de la délégation de gestion lorsque les fonds sont gérés en interne. L'autre partie des encours fait l'objet d'une gestion déléguée, soit auprès d'une filiale d'*asset management* dédiée (les grands groupes bancaires ou d'assurance privilégient la délégation interne), soit auprès d'une société de gestion externe. Nous observons que la seule relation qui se conforme à la relation de délégation entre deux entités distinctes concerne ce dernier cas.

Une grande partie des investisseurs institutionnels français délègue la gestion de ses encours à des sociétés de gestion (près de 70 % de leurs réserves en 2006), mais celles-ci sont en majorité des filiales de gestion dédiées issues des mêmes groupes. La partie des fonds institutionnels déléguée à des gérants extérieurs ne dépasse pas 26 % des actifs, soit un niveau inférieur à celui d'autres pays européens (la moyenne se situe à 66 % selon l'enquête EIAMS d'Invesco)⁴. Les encours sont

donc gérés pour les trois quarts en interne ou en délégation auprès de filiales : la partie externalisée de la gestion des encours institutionnels apparaît donc bien limitée. Pour les institutionnels de petite taille, la délégation externe est un choix contraint puisqu'ils ne disposent pas de filiales dédiées de gestion d'actifs. En revanche, les institutionnels de grande taille sont en mesure de combiner gestion interne et/ou délégation interne et externe. En France, la faiblesse relative du taux de délégation externe s'explique à la fois par une surreprésentation des groupes bancaires ou d'assurance dotés de filiales de gestion et par la sous-représentation des fonds de pension faisant généralement une large place à la délégation externe.

Même si le pourcentage d'externalisation de la gestion des encours institutionnels diffère selon la structure et la taille des acteurs présents localement, il devient clair que le recours à des gérants externes est globalement motivé par la recherche d'expertise dans certaines classes d'actifs. L'externalisation de la gestion a progressé à mesure que les encours institutionnels se sont placés dans des classes d'actifs non traditionnels telles que l'immobilier, l'alternatif, le capital-investissement ou le monétaire dynamique. Cette tendance rejoint celle du découpage *core-satellite* qui consiste, pour les investisseurs institutionnels, à définir une allocation stratégique donnée, puis à répartir les actifs gérés dans l'une des deux « poches » selon une répartition 90 %-10 % ou 80 %-20 % (la septième enquête concernant la gestion des réserves des investisseurs institutionnels européens d'Invesco révèle que la moitié des investisseurs institutionnels français opère cette partition de leurs portefeuilles). L'essentiel du portefeuille est placé dans des classes d'actifs traditionnels (emprunts obligataires, grandes capitalisations européennes) suivant une stratégie de gestion plutôt passive, pouvant ou non être déléguée. L'essentiel de la gestion visant la recherche de performance et contenant donc le budget « risque » de l'allocation se retrouve dans la partie satellite. C'est précisément cette poche de gestion (la plus activement gérée) qui se traduit par un placement dans des classes d'actifs non traditionnels ou faisant appel à des stratégies de placement sophistiquées, qui fera l'objet d'une délégation externe, précisément parce qu'elle suppose de faire appel à une expertise.

Les fonds que placent les investisseurs institutionnels en gestion interne et, bien que dans une moindre mesure, auprès de leurs filiales, sont supposés assez captifs. En l'absence de concurrence, les gérants (internes ou affiliés aux filiales) risquent de produire moins d'efforts que des gérants extérieurs. Il semble donc logique que les institutionnels privilégient des actifs de type grandes capitalisations lorsqu'ils gèrent leurs fonds en interne. La question est de savoir si les modalités

d'incitation des gérants sont plus efficaces en délégation externe. On pourrait être tenté de répondre positivement en raison de la mise en concurrence des gérants externes et de la plus grande attention portée par les investisseurs à la performance ajustée au risque. Mais s'ils sont incités à produire de la performance, ils peuvent choisir des stratégies de placement risquées, voire opaques, pour les investisseurs, puisque ce qui semble motiver l'externalisation de la gestion des encours institutionnels tient précisément à l'expertise propre aux gestions développées dans la partie satellite. Le risque tient à ce que soit exercé un mauvais *monitoring* des gérants, dès lors que l'externalisation porte sur un produit de niche peu transparent pour lequel les investisseurs institutionnels disposent de faibles compétences. Précisons néanmoins que le partage entre les différents modes de gestion pourrait être pour partie lié à la conjoncture des marchés financiers. Depuis l'été 2007, la crise révèle qu'une plus forte aversion au risque conduit certains investisseurs institutionnels à se réappropriier une partie des fonds placés en gestion déléguée. En renonçant (temporairement) à la gestion spécialisée (alternative ou sur actions étrangères...) au profit de classes d'actifs plus standards, les investisseurs institutionnels optent mécaniquement pour la réinternalisation de la gestion.

Comment se structurent en pratique les contrats de rémunération pour la gestion des encours institutionnels ?

283

La résolution théorique du problème d'agence passe par l'établissement d'un contrat de rémunération. La complexité de la chaîne de délégation, le partage entre les différents types de gestion et le caractère inapproprié du seul objectif de performance renforcent nécessairement la difficulté à faire émerger un contrat optimal reliant directement la rémunération du gérant à l'objectif de rentabilité. Dans la pratique, l'investisseur institutionnel rémunère la société de gestion qui verse elle-même une rémunération aux gérants qu'elle emploie.

L'essentiel du contrat de rémunération de la société de gestion par l'investisseur institutionnel se compose d'une partie fixe, en l'occurrence un pourcentage compris entre 0,5 % et 2 % de l'actif sous gestion. L'absence de lien explicite entre rémunération et performance du portefeuille traduit la volonté des investisseurs institutionnels de limiter l'incitation à la prise de risques des sociétés auxquelles ils confient la gestion de leurs encours. En revanche, ce mode de rémunération incite clairement les sociétés de gestion à augmenter l'encours géré. Sur plusieurs périodes, celles-ci cherchent donc à afficher de bonnes performances pour bénéficier d'afflux de fonds et augmenter leur rémunération. Le mode de rémunération en fonction de l'actif sous gestion présente donc bien un lien indirect avec l'incitation à la

performance, mais il s'inscrit dans le temps par l'acquisition d'un effet de réputation.

Dans certains cas, le contrat de rémunération de la société de gestion intègre en complément une composante variable, qui incite explicitement à l'effort, pour simplifier ici la recherche de performance, puisque des sociétés de gestion peuvent percevoir un bonus si elles affichent un rendement supérieur à un *benchmark*. La rémunération des gérants de fonds alternatifs se compose, par exemple, du pourcentage de l'actif sous gestion, auquel s'ajoutent 10 % à 20 % en cas de surperformance par rapport à un indice de référence (cette rémunération est donc asymétrique puisqu'elle récompense les seules surperformances⁵). Le principe de la rémunération des surperformances a longtemps été réservé aux seules gestions alternatives. Le contrôle des performances par ce type de contrat de rémunération pourrait progressivement s'imposer aussi dans certains segments - les plus actifs - de la gestion traditionnelle, comme le *stock picking*, pour lesquels les attentes des investisseurs institutionnels en termes de performance s'affirment de plus en plus.

S'agissant des gérants employés par les sociétés de gestion, les règles de rémunération s'avèrent peu conformes à ce que l'on pourrait attendre d'une approche par l'incitation à la performance. Les gérants sont pourtant rémunérés par leur employeur sur la base d'une partie fixe et d'une partie variable, mais la proportion respective de chaque composante est particulièrement dispersée selon les types de gestion, les pratiques nationales ou la taille des sociétés de gestion. Le « bonus » est généralement déterminé sur une base annuelle et est compris entre 20 % et 50 % du salaire fixe. La fixation des rémunérations dépend en fait de plusieurs critères dont l'importance relative apparaît assez opaque. De plus, l'importance relative prise par le bonus n'est pas nécessairement le signe d'une plus grande considération portée à l'incitation à la performance. Dans les grandes sociétés françaises, le bonus est moins déterminé par la capacité du gérant à dégager des surperformances que par d'autres facteurs tels l'expérience, la disponibilité ou encore la contribution au travail de l'équipe de gestion. Certaines sociétés de gestion (de petite taille, indépendantes ou présentes sur le segment alternatif) cherchent néanmoins à mettre davantage en relation la part variable de la rémunération individuelle des gérants et la performance de leurs fonds. Elles adoptent des outils destinés à affiner la fixation des bonus en se référant soit aux classements des fonds publiés par la presse pour estimer les talents du gérant, soit aux services d'attribution de performances qui permettent de décomposer les sources de surperformance selon qu'elles ont - ou non - pour origine le talent du gérant. Le principe général d'une rémunération des gérants

fondée sur l'évaluation des performances des fonds demeure au final assez éloigné des pratiques observées.

*LES MODALITÉS D'INCITATION ET DE CONTRÔLE
DES GÉRANTS DANS L'INDUSTRIE DE LA GESTION D'ACTIFS*

Comme il n'existe pas de contrat optimal de rémunération entre les investisseurs institutionnels et leurs gérants, on peut toutefois chercher à compléter le système d'incitation par des modalités alternatives de contrôle de l'effort. La fixation de contraintes de gestion aux gérants constitue un mécanisme de contrôle pertinent qui permet de réduire les coûts liés aux conflits d'agence. Au-delà de la relation entre gérants et investisseurs institutionnels, des éléments qui lui sont extérieurs complètent ce dispositif d'incitation. La structuration de l'industrie de la gestion contribue en effet à améliorer le contrôle des sociétés de gestion.

*L'impact produit par l'amélioration des procédures
de contrôle et de suivi des performances
initiées par les institutionnels sur les incitations des gérants*

S'il n'existe pas à proprement parler de contrat permettant d'aligner l'intérêt des gérants sur ceux des institutionnels, la mise en place de procédures de sélection des fonds et des gérants, d'outils de contrôle des risques et de suivi des performances va permettre d'encadrer la délégation de gestion. De fait, l'industrie de la gestion déléguée des encours institutionnels a subi de profondes mutations au cours des années 2000. Les institutionnels abandonnent les pratiques consistant à déléguer la gestion de leurs encours à un interlocuteur traditionnel et unique sans se préoccuper véritablement de la qualité des choix opérés par le gérant. À quelques exceptions près, comme pour de petites caisses de retraite pour lesquelles ce modèle relationnel continue de s'observer, la délégation de gestion des encours institutionnels se veut extrêmement structurée et exigeante. Une plus grande attention est portée aux compétences des gérants et à la question de savoir si leur gestion est génératrice de valeur. Le cas échéant (performance insuffisante ou contrôle des risques défaillants), des mesures peuvent être prises en diminuant, voire en retirant le portefeuille d'actifs confié.

Les investisseurs institutionnels définissent dorénavant de manière précise l'allocation stratégique là où des années auparavant le mandat de gestion confié aux gérants apparaissait beaucoup plus flou. L'attribution du mandat de gestion s'accompagne d'une fixation de contraintes *ex ante*, dont la fonction est d'améliorer au préalable les modalités de délégation. L'univers d'investissement et les classes d'actifs

sont spécifiés aux gérants. Ces derniers se voient appliquer des contraintes de *tracking error* (déviation maximale autorisée du portefeuille par rapport à un *benchmark*) souvent restreinte à la partie satellite. Les investisseurs institutionnels exercent également un contrôle *a posteriori* sur les gérants en les contraignant à une diffusion régulière d'informations dans les *reportings*, lesquels doivent être fiables et lisibles. C'est dans ce document que la composition des portefeuilles et les performances (obtenues, attendues et évaluées selon différents indicateurs) sont présentées par les gérants aux investisseurs. La politique d'investissement est expliquée et resituée compte tenu de l'horizon d'investissement de l'institutionnel et de l'évolution de l'environnement financier. Des éléments plus quantitatifs complètent ces informations (ratios de volatilité et de contrôle des risques, exposition par classe d'actifs, monnaie ou zone géographique...). Le niveau croissant d'exigences reflète la volonté des institutionnels de disposer d'outils de contrôle performants pour améliorer le *monitoring* des gérants et faciliter la comparaison des performances obtenues en cas de partage de la gestion des encours entre plusieurs gérants.

Toutefois, l'amélioration de la qualité du *monitoring* exercé par les investisseurs institutionnels n'est pas générale. De ce point de vue, des divergences apparaissent entre les investisseurs institutionnels selon qu'il s'agit de fonds de pension (sophistiqués et exerçant une surveillance étroite des gérants) ou de distributeurs et d'institutions de petite taille. Cela explique pourquoi certains gérants tendent à segmenter le *reporting* suivant le type de clientèle. Pour celle des distributeurs, les rapports de gestion adressés mensuellement ont un contenu standardisé, là où ils sont diffusés selon une plus grande fréquence et avec un contenu plus précis aux fonds de pension ou fonds de fonds.

La diversité des niveaux de contrôle exercé sur les gérants est elle-même la conséquence d'écart importants en matière de gouvernance interne selon le type d'investisseurs institutionnels. On peut le constater au sein des seuls *end investors*. Les investisseurs institutionnels les mieux structurés et généralement de grande taille ont créé des instances dédiées à la définition de l'allocation stratégique, à la sélection et au contrôle des gérants dans le but d'atténuer les conflits d'agence. L'amélioration des structures internes constitue dans certains cas une réponse à des demandes de leurs autorités de tutelle qui souhaitent s'assurer qu'ils agissent au mieux de leurs intérêts. En revanche, la structuration de la gouvernance interne dans des entités de petite taille semble parfois insuffisante, qu'il s'agisse de l'identification des responsabilités ou des compétences des personnes qui siègent dans les comités de gestion et qui sont donc en relation avec les gérants. Lorsque certains comités

de gestion avalisent le placement des encours dans des classes d'actifs reposant sur des stratégies complexes et opaques, cela risque d'être alors moins le signe d'une maturité de cette clientèle que d'une méconnaissance de l'exposition à des risques mal évalués. Le *monitoring* exercé sur les gérants est donc très variable et dépend du degré de sophistication des institutionnels, selon qu'ils se veulent (ou se doivent d'être) eux-mêmes plus ou moins irréprochables vis-à-vis de leurs propres mandants. Plus les *end investors* affichent des exigences, plus les investisseurs institutionnels vont créer des dispositifs de contrôle interne et de suivi des gérants pour se légitimer eux-mêmes et être ainsi en mesure de se dédouaner auprès de leurs propres mandants en cas de mauvaise performance.

Si les investisseurs institutionnels définissent des modalités d'incitation et de contrôle plus ou moins efficaces, il doit en résulter des écarts de performance entre les fonds, selon qu'ils sont investis par des institutionnels de grande taille et sophistiqués, ou par des distributeurs dont les investisseurs ultimes sont des particuliers. Cela revient à supposer l'existence d'un lien entre degré de sophistication des investisseurs, contrôle des gérants et niveau de performance des fonds. Selon cette logique, les fonds destinés à une clientèle de particuliers devraient générer des performances inférieures à celles de fonds choisis par des gros investisseurs mieux informés et déployant davantage d'efforts en matière de contrôle. James et Karceski (2006) aboutissent à un résultat assez contre-intuitif puisque leur travail empirique ne laisse pas apparaître d'écart de performance entre les fonds dédiés aux institutionnels et les fonds *retail*. Ils expliquent ce résultat en segmentant l'analyse selon le type de clientèle institutionnelle. Au sein de la seule clientèle des institutionnels, ces mêmes auteurs étudient le lien entre le degré de *monitoring* exercé et les performances obtenues, en séparant les institutionnels selon qu'ils sont des *end investors* de grande taille, d'une part, et des investisseurs de petite taille ou des distributeurs, d'autre part. Les fonds destinés à la clientèle des *end investors* de grande taille se révèlent effectivement plus performants que les fonds destinés à l'autre clientèle. Cette surperformance s'explique non par des écarts de frais de gestion, mais par un *monitoring* plus étroit⁶.

Il est donc pertinent d'établir une séparation entre les investisseurs institutionnels sophistiqués et de grande taille qui exercent un *monitoring* étroit des gérants, parce qu'ils y sont eux-mêmes incités par leurs mandants, et les autres qui regroupent les *end investors* de petite taille et les distributeurs, pour lesquels la gouvernance interne incite moins à exercer ce contrôle. Dans ce dernier cas, la gouvernance des fonds pose donc un problème d'agence plus important sans doute

en raison du comportement des investisseurs ultimes qui souscrivent les fonds commercialisés par les distributeurs. Les particuliers n'ont d'autre ressource en cas de sous-performance que de retirer leurs fonds. Ce mécanisme exerce un effet de gouvernance limité sur les gérants, mais il supposerait néanmoins que les particuliers soient au moins attentifs à la performance des fonds. Or, il apparaît que la clientèle à laquelle les distributeurs proposent ces fonds se révèle sensible à d'autres éléments que la performance. Chen, Yao et Yu (2007) s'intéressent aux fonds investis en actions et distribués par des assureurs (ou leurs filiales) à la clientèle *retail*. Ils cherchent à comprendre pourquoi la performance de ces fonds est inférieure à celle de fonds comparables. Selon eux, les gérants n'adopteraient pas de règles d'investissement prudentes. L'absence d'attention portée à la performance par les investisseurs ultimes - généralement eux-mêmes peu sophistiqués - aurait pour origine le marketing des fonds distribués par les compagnies d'assurance⁷. Les argumentaires de vente de ces fonds auprès de leur clientèle sont autant axés sur leur performance que sur l'intérêt qu'ils présentent pour leurs souscripteurs dans la perspective du financement de leurs retraites. C'est pourquoi, si la sensibilité des afflux de fonds est particulièrement forte en cas de bonne performance, elle est faible dans le cas contraire : on « vend » alors aux investisseurs ultimes la nécessité d'en détenir. La non-symétrie des flux de fonds à la performance peut donc être accentuée par les dépenses de marketing. En conséquence, les incitations des gérants de ces fonds à produire de la performance vont être limitées. Ces résultats présentés par Chen, Yao et Yu (2007) mettent en évidence l'impact d'une insuffisance de *monitoring* des performances pour les seuls fonds d'assurance, mais ils estiment qu'ils pourraient se vérifier dans le cas d'autres fonds commercialisés par les circuits de distribution des banques.

Au-delà de la distinction entre les types d'investisseurs institutionnels selon qu'ils sont *end investors* ou distributeurs, aucune catégorie d'institutionnels n'est assurée de contrôler totalement la gestion déléguée de ces encours. Ces derniers mois ont été l'occasion de démontrer que même des institutions sophistiquées et ayant préalablement constitué une gouvernance dédiée à un suivi attentif de la performance des fonds peuvent rencontrer des difficultés dans leur relation de délégation. Largement investis ces dernières années en fonds ouverts, certains investisseurs institutionnels ont aussi sous-estimé leur exposition au risque de ratio d'emprise. Certains institutionnels reprochent à leurs gérants de ne pas les avoir suffisamment alertés sur leur exposition à ce risque en cas de désinvestissement massif des particuliers. De la même manière, leur exposition au risque de liquidité a dans certains cas été mal évaluée, ce qui s'est traduit par des difficultés de valorisation des

portefeuilles investis notamment en fonds monétaires dynamiques. Enfin, l'exposition des institutionnels aux risques de remontée des taux et de reprise de l'inflation semble également mal prise en compte.

*La structuration de l'industrie de la gestion autorise-t-elle
une plus grande convergence des intérêts
de l'investisseur institutionnel et du gérant ?*

L'industrie de la gestion institutionnelle s'est considérablement transformée ces dernières années. Certains acteurs ont émergé (les consultants), certaines pratiques se sont diffusées (les notations et le classement des fonds) et l'industrie de la gestion est devenue plus concurrentielle. Nous étudions de quelle manière ces différentes tendances exercent indirectement un impact sur la délégation de gestion des encours institutionnels.

Lorsqu'il y a externalisation de la gestion, des consultants intermédiennent de plus en plus les relations entre gérants et investisseurs institutionnels. Ceux-ci confient généralement leurs fonds à plusieurs gérants et investissent dans différentes classes d'actifs. Pour chaque classe, les possibilités d'investissement dans des fonds sont suffisamment nombreuses pour que la recherche du gérant qui en assure la gestion la plus performante s'avère délicate. Les institutionnels peuvent recourir à des consultants pour sélectionner les gérants les plus performants par poche de gestion. La sélection des sociétés de gestion est pratiquée de manière structurée et normalisée par les consultants, comme l'illustre le développement des procédures d'appel d'offres. La lisibilité des gestions s'est ainsi améliorée puisque la réponse aux appels contraint les gérants à clarifier leurs styles, mais aussi à faire la preuve des moyens humains et matériels dont ils disposent pour gérer au mieux les encours des institutionnels. L'intermédiation de la gestion se poursuit dans certains cas au-delà du travail de sélection. Les consultants sont alors rémunérés pour exercer des fonctions de suivi et de contrôle des gérants pendant toute la délégation de gestion. Ils vérifient que les choix des gérants sont en conformité avec les allocations stratégiques définies au préalable par les institutionnels. Ils contrôlent les orientations tactiques des gérants, réalisent un suivi approfondi des performances obtenues et s'assurent de la maîtrise des risques auxquels sont exposés les portefeuilles institutionnels. En ce sens, les consultants s'assurent que les intérêts des gérants se conforment bien à ceux de leurs clients et concourent plus généralement à une convergence des pratiques des gérants.

D'autres mécanismes résultant d'une structuration plus grande de l'industrie de la gestion d'actifs concourent également à aligner les intérêts des gérants sur ceux des investisseurs institutionnels. L'industrie

est devenue plus concurrentielle. Le nombre de gérants augmente particulièrement depuis l'ouverture de l'industrie à des gérants étrangers. Les *end investors* n'hésitent plus à faire appel à plusieurs gérants pour diversifier leurs risques. Pour les distributeurs, l'évolution vers une gestion plus concurrentielle est assez claire : certaines banques fonctionnant en architecture ouverte proposent à leur clientèle, en plus de leurs propres fonds, des fonds gérés par des concurrents ou des sociétés de gestion indépendantes. L'accès aux distributeurs est un défi auquel ne font face que les gérants les plus performants. Dans cet environnement, le besoin de différenciation des sociétés de gestion vis-à-vis de leurs concurrents par un affichage de surperformance ou une expertise en matière de contrôle des risques devient un enjeu stratégique. Le caractère plus concurrentiel de l'industrie de la gestion institutionnelle conduit donc les gérants à vouloir se montrer les plus en phase possible avec les attentes des institutionnels.

Plus précisément, l'existence de classements entre les fonds ou de notation constitue un facteur incitant les gérants à se montrer les plus performants. L'obtention d'un bon classement ou l'attribution d'un bon *rating* sont clairement recherchées par les sociétés de gestion qui y voient à terme un moyen d'augmenter leurs encours sous gestion et donc leur rémunération. La réponse des flux de fonds à ces informations est en effet significative : un fonds qui connaît de bonnes performances (et se voit donc attribuer un meilleur classement que celui de ses pairs) a toutes les chances de voir affluer de nouveaux encours, alors même que les reflux seront limités dans le cas contraire.

La sensibilité des afflux de fonds aux performances antérieures ou à la diffusion des classements a fait essentiellement l'objet de travaux empiriques pour les fonds mutuels proposés aux particuliers. Gruber (1996) et Ippolito (1992) démontrent l'existence d'une relation positive entre les flux dans un fonds et sa rentabilité passée. Chevalier et Ellison (1997) et Sirri et Tufano (1998) précisent que cette relation n'est pas linéaire puisque les apports de fonds réagissent à des performances positives, mais que les sorties ne s'effectuent pas dans les mêmes proportions en cas de performances décevantes. Le caractère asymétrique de la réponse des flux de fonds aux performances antérieures dépend d'un certain nombre de critères étudiés dans des études empiriques dont les résultats sont résumés par Pagani (2006). Plus le fonds est âgé (ou la taille du fonds est grande), moins la relation est convexe : l'ancienneté du fonds apporte des informations aux investisseurs sur les performances passées et l'existence même de cet historique de performance les rassure. Deux autres déterminants de la convexité de la relation sont identifiés : les coûts de passage d'un fonds à l'autre et les dépenses en marketing, sans que leur influence (positive

ou négative) sur la convexité de la relation apparaisse clairement selon les études empiriques. Ainsi, dans le cas des dépenses en marketing, Sirri et Tufano (1998) ou Pagani (2006) estiment qu'elles exercent un effet positif sur la convexité de la relation entre flux et performance, alors que Huang, Wei et Yan (2005) avancent le contraire. Pour Sirri et Tufano (1998), les dépenses en marketing peuvent effectivement contribuer à modifier le niveau de sensibilité des flux de fonds aux performances antérieures, soit en augmentant la sensibilité des flux en cas de bonnes performances passées (par une communication axée sur les surperformances réalisées), soit en réduisant la sensibilité aux mauvaises performances en insistant auprès des investisseurs sur d'autres variables, comme le vérifient Chen, Yao et Yu (2007) pour les fonds commercialisés par les compagnies d'assurance. Certaines études établissent également que la réactivité des flux d'investissement à la diffusion des *ratings* est particulièrement forte lorsque le fonds est récompensé par le meilleur *rating*, tandis que la réponse est plus modérée pour de moins bonnes notations. Del Guercio et Tkac (2000) démontrent, par exemple, que l'attribution de 5 étoiles Morningstar à un fonds provoque des afflux de capitaux proportionnellement supérieurs à toute autre amélioration de *rating*. L'information concernant le meilleur *rating* est donc particulièrement prise en considération par les investisseurs dans leurs décisions d'investissement. En situation de dégradation du *rating* de 5 à 4 étoiles, les fonds refluent, mais proportionnellement moins. Les changements de *rating* (hors 5 étoiles) produisent des afflux/reflux, mais dans de plus petites proportions.

L'influence des classements ou de bons *ratings* sur les placements des investisseurs institutionnels ne fait pas l'objet de travaux empiriques comparables à ceux réalisés pour la clientèle des particuliers. Pourtant, les investisseurs institutionnels seraient susceptibles d'adopter des comportements différents de ceux des particuliers s'ils étaient supposés moins naïfs et dotés d'outils de suivi plus sophistiqués que la clientèle *retail* pour gérer leurs encours. Par exemple, leur choix en faveur de tel ou tel fonds pourrait s'envisager sur la base de critères de mesures de performances plus fins (*alpha* de Jensen) que pour la clientèle *retail*. On pourrait également supposer que les investisseurs institutionnels sont caractérisés par une plus forte sensibilité à de mauvaises performances antérieures, ce qui les conduirait à retirer davantage leurs fonds que ne le font les particuliers : ils se montreraient moins réticents à se retirer des fonds perdants en raison d'une exposition moindre à une dissonance cognitive (Goetzmann et Peles, 1997).

Il semble en fait que le comportement des institutionnels ne s'éloigne pas nécessairement de celui des particuliers. L'observation des pratiques des institutionnels (par un travail d'enquête) démontre une certaine

convergence avec celles de la clientèle des particuliers. Cela apparaît à nouveau d'autant plus vrai qu'il s'agit de distributeurs ou d'*end investors* de petite taille. Dans ce cas, les apports de flux nouveaux semblent réagir de manière positive à de bonnes performances récentes ou à une amélioration du classement des fonds. Ces investisseurs institutionnels récompensent donc les fonds les plus performants, mais ils ne sanctionnent pas dans le même temps par un retrait ceux qui affichent de mauvaises performances. Cet effet joue particulièrement dans le cas de fonds récents. L'influence des classements et des notations semble plus faible sur les *end investors* sophistiqués et de grande taille. Leur plus grande sophistication les conduit à s'appuyer sur des critères plus fins d'évaluation des performances, conformément aux travaux empiriques qui le montrent pour les fonds de pension (Del Guercio et Tkac, 2000). Il est donc à nouveau peu pertinent d'étudier les investisseurs institutionnels comme une classe d'investisseurs qui s'oppose à celle des particuliers. Il convient davantage de souligner la forte hétérogénéité qui les caractérise⁸.

La délégation de gestion des encours institutionnels semble avoir profité de la structuration croissante de l'industrie de la gestion. Celle-ci se mesure par une plus grande maturité des acteurs et une plus grande sophistication des instruments utilisés en matière de maîtrise des risques, de mesure des performances et de suivi des choix d'investissement des gérants. Ces différentes évolutions doivent inciter les gérants à produire le maximum d'efforts pour le compte des investisseurs institutionnels. Dans le même temps, ces différents dispositifs ont pour fonction de légitimer la rémunération que les gérants perçoivent et visent à satisfaire une obligation de moyens dont pourront se prévaloir à leur tour les institutionnels vis-à-vis de leurs propres mandants. Il n'est donc pas certain que la délégation de gestion telle qu'elle se pratique constitue une véritable garantie de maximisation de la performance ajustée au risque des encours institutionnels. La crise financière actuelle démontre pourtant à quel point la relation de délégation devrait constituer un thème d'étude afin d'éviter notamment les défiances entre mandants et gérants d'actifs.

NOTES

1. À titre d'exemple, les institutions de retraite complémentaires françaises, les caisses AGIRC-ARRCO, sont soumises à une réglementation qui leur est propre, tandis que les mutuelles, les compagnies d'assurance et les institutions de prévoyance obéissent aux Codes des assurances, de la mutualité et de la Sécurité sociale.
2. Les limites réglementaires portent sur les actifs (classes, zones géographiques), sur des règles de diversification, ou bien encore sur des taux maximums de détention à l'intérieur d'un même fonds (ratio d'emprise). De telles limites d'investissement de portefeuille sont fixées, par exemple, aux assureurs qui ne peuvent investir plus de 10 % en actifs alternatifs hors immobiliers. Naturellement, les restrictions par classes d'actifs peuvent être définies à un moment donné, puis être levées par la suite. Les caisses de retraite peuvent investir en gestion alternative depuis le nouveau règlement financier de l'AGIRC-ARRCO, alors qu'elles n'y étaient pas autorisées auparavant (mais la part de portefeuille reste limitée quantitativement à 10 % maximum du portefeuille investi à la fois en produits structurés, *private equity*, gestion alternative et actions hors OCDE).
3. Les investisseurs institutionnels fondent leurs décisions d'investissement sur la performance des fonds, mais ils se révèlent particulièrement sensibles à la gestion des risques, à la transparence des processus d'investissement ou à l'horizon de placement affiché, comme l'indiquent plusieurs enquêtes récentes.
4. Le taux de délégation de gestion des institutionnels français est l'un des plus faibles d'Europe. L'écart apparaît particulièrement élevé lorsqu'on le compare avec le taux de délégation en Allemagne (50 %) et en Grande-Bretagne (80 %), selon l'enquête EIAMS d'Invesco de 2006. Les encours de long terme des institutionnels français externalisés (en actions et obligations) représentent environ 470 Md€, soit le quart des 1 800 Md€ de réserves institutionnelles (725 Md€ si l'on intègre la gestion monétaire déléguée, particulièrement élevée en France) (chiffres au 30 juin 2007).
5. Il s'agit le plus souvent de commissions calculées comme un pourcentage de surperformance du portefeuille par rapport à un indice de référence (MSCI, EONIA, Euribor...). Ces commissions rémunèrent les seules surperformances, elles sont donc asymétriques. Toutefois, le mécanisme de *high-watermark* permet de ne déclencher la rémunération des performances qu'après effacement des pertes.
6. L'intensité du contrôle apparaît elle-même cohérente avec la mise de fonds initiale exigée pour investir dans ces fonds. Les mises initiales sont faibles pour les fonds qui s'adressent aux distributeurs, aux investisseurs moins sophistiqués ou de taille plus petite : l'incitation à exercer un *monitoring* étroit sur les gérants est donc plus faible. Les écarts de sophistication des investisseurs institutionnels se mesurent également selon James et Karceski (2006) par le critère de sensibilité des flux de fonds à l'historique des performances passées. Dans le cas des fonds destinés aux distributeurs, les afflux d'encours se révèlent particulièrement sensibles à la performance réalisée l'année antérieure (comme cela est constaté pour une clientèle *retail* « naïve »), mais peu sensibles à la performance ajustée au risque, critère de suivi de la performance par définition plus sophistiqué. À l'inverse, les fonds apportés par les investisseurs institutionnels de grande taille présentent une sensibilité moindre à la seule performance récente. Ces investisseurs se fondent sur des critères plus sophistiqués pour décider d'augmenter ou de diminuer leurs encours dans des fonds.
7. Chen, Yao et Yu (2007) constatent en effet que les ratios de dépenses des fonds d'assurance qu'ils étudient sont globalement supérieurs à ceux des autres fonds. Or, une partie de ces frais recouvre les dépenses de distribution et de marketing engagées par ces fonds.
8. C'est la conclusion à laquelle aboutissent Lerner, Schoar et Wongsunwai (2007) sur le segment du *private equity*. De forts écarts de performance des fonds selon les classes d'institutionnels sont mis en évidence et révèlent, selon les auteurs, l'intérêt qu'il y aurait à les étudier en tenant compte de la variété des mécanismes incitatifs, des structures de gouvernance et des contraintes de fonction objectif ou d'accessibilité aux fonds.

BIBLIOGRAPHIE

- BADRINATH S. G., GAY G. et KALE J. (1989), « Patterns of Institutional Investment, Prudence and the Managerial Safety-Net Hypothesis », *Journal of Risk and Insurance*, vol. 56, pp. 605-629.
- BELLANDO R. (2008), « Le conflit d'agence dans la gestion déléguée de portefeuille : une revue de littérature », *Revue d'économie politique*, n° 3, mai-juin.
- BELLANDO R. et al. (2007), *La gestion déléguée d'actifs financiers : théorie, observation, enjeux*, rapport pour l'Observatoire de l'épargne européenne, mars.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2003), *Incentive Structures in Institutional Asset Management and their Implications for Financial Markets*, rapport remis par un groupe de travail créé par le Committee on the Global Financial System, mars, 63 pages.
- CARHART M. (1997), « On the Persistence of Mutual Funds Performance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, pp. 57-81.
- CHEN X., YAO T. et YU T. (2007), « Prudent Man or Agency Problem ? On the Performance of Insurance Mutual Funds », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, pp. 175-203.
- CHEVALIER J. et ELLISON G. (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 105, n° 6, pp. 1167-1200.
- CHEVALIER J. et ELLISON G. (1999), « Career Concerns of Mutual Fund Managers, Risk Taking by Mutual Funds as Response to Incentives », *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 114, n° 2, mai, pp. 389-432.
- DANIEL K. et al. (1997), « Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1035-1058.
- DEL GUERCIO D. et TKAC P. A. (2000), « The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios : Mutual Funds versus Pension Funds », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, novembre.
- DEL GUERCIO D. et TKAC P. A. (2007), « Star Power : the Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, n° 2001-15, janvier.
- DYBVIK P. H., FARNSWORTH H. K. et CARPENTER J. N. (2004), « Portfolio Performance and Agency », New York University, *Law and Economics Research Paper*, n° 04-010, mars.
- ELTON E. J., GRUBER M. J. et BLAKE C. R. (2003), « Incentive Fees and Mutual Funds », *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 779-804.
- GOETZMANN W. N. et PELES N. (1997), « Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors », *Journal of Financial Research*, vol. 20, n° 2, pp. 145-158.
- GRINBLATT M. et TITMAN S. (1992), « The Persistence of Mutual Funds Performance », *Journal of Finance*, vol. 5, pp. 1977-1984.
- GRUBER M. (1996), « Another Puzzle : the Growth in Actively Managed Mutual funds », *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 783-810.
- GUIMOND J.-F. (2006), « Do Mutual Fund Managers Have Superior Skills ? An Analysis of the Portfolio Deviations from a Benchmark », *Working Paper*, juillet, 56 pages.
- HUANG J., WEI K. D. et YAN H. (2005), « Participation Costs and the Sensitivity of the Fund Flows to Past Performance », University of Texas at Austin, *Working Paper*.
- INVESCO (2006 et 2007), *European Institution Asset Management Survey*.
- IPPOLITO R. A. (1989), « Efficiency with Costly Information : a Study of Mutual Funds Performance », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, pp. 1-23.
- IPPOLITO R. A. (1992), « Consumer Reaction to Measures of Poor Quality : Evidence from Mutual Fund Industry », *Journal of Law and Economics*, vol. 35, pp. 45-70.
- JAMES C. et KARCESKI J. (2006), « Investor Monitoring and Differences in Mutual Fund Performance », *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, n° 10, octobre, pp. 2787-2808.
- JENSEN M. et MECKLING W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

- KORN R. et KRAFT H. (2008), « Continuous-Time Delegated Portfolio Management with Homogeneous Expectations », *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 22, pp. 67-90.
- LAKONISHOK J., SCHLEIFER A. et VISHNY R. W. (1992), « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 23-43.
- LERNER J., SCHOAR A. et WONGSUNWAI W. (2007), « Smart Institutions, Foolish Choices : the Limited Partner Performance Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, avril, pp. 731-764.
- MAHONEY P. G. (2004), « Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 2, pp. 161-182.
- MOSKOWITZ T. J. (2000), « Mutual Fund Performance : an Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs and Expenses : Discussion », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, pp. 1695-1703.
- PAGANI M. (2006), « Implicit Incentives and Tournament Behavior on the Mutual Fund Industry », *Working Paper*, août, 55 pages.
- SAWICKI J. (2000), « Investors' Response to the Performance of Professional Fund Managers : Evidence from the Australian Wholesale Funds Market », *Australian Journal of Management*, vol. 25, n° 1, pp. 47-66.
- SAWICKI J. (2001), « Investors' Differential Response to Managed Fund Performance », *Journal of Financial Research*, vol. 24, n° 3, pp. 367-384.
- SIRRI E. R. et TUFANO P. (1998), « Costly Search and Mutual Fund Flows », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 5, pp. 1589-1622.
- STRACCA L. (2005), « Delegated Portfolio Management : a Survey of the Theoretical Literature », Banque centrale européenne, *Working Paper Series*, septembre, n° 520, 39 pages.
- WERMERS R. (2000), « Mutual Fund Performance : an Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs and Expenses », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, pp. 1655-1695.

WEBOGRAPHIE

- af2i (Association française des investisseurs institutionnels) : www.institutionnels.org
- AFG (Association française de la gestion financière) : www.afg.asso.fr
- Agefi : www.agefi.fr
- AMF (Autorité des marchés financiers) : www.amf-france.org
- bfinance : www.diams.org
- Europperformance : www.europperformance.fr
- Fonds de réserve pour les retraites : www.fondsdereserve.fr
- La Tribune : www.latribune.fr
- Les Échos : www.lesechos.fr
- Morningstar : www.morningstar.fr
- OEE (Observatoire de l'épargne européenne) : www.oee.fr

