



LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS INTERNATIONAUX : UNE ANALYSE DU COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS AMÉRICAINS

DANIEL BAUDRU
STÉPHANIE LAVIGNE
FRANÇOIS MORIN*

Initiée en 1979 avec la décision du G5 de confier aux mécanismes de marchés la régulation de l'économie mondiale, l'extension des marchés financiers s'est progressivement accélérée durant les années 1980. La valeur des marchés financiers s'élève ainsi à 45 000 milliards de dollars, dont 36 800 représentent le seul compartiment « actions ». Ce fantastique mouvement s'est accompagné de l'émergence d'un nouveau type d'acteurs, les investisseurs institutionnels, qui gèrent la majorité des actifs financiers placés sur les marchés. Sur les seuls marchés « actions », le placement des investisseurs institutionnels américains atteint 16 517 milliards de dollars d'actifs. Cette dynamique récente nous apparaît représenter une véritable « mutation » de notre système économique. D'aucuns ont pu qualifier de « régime d'accumulation patrimonial » la nouvelle dynamique engendrée (Aglietta, 1998), ou « d'individualisme patrimonial » le nouveau comportement des épargnants (Orléan, 1999).

L'un des traits fondamentaux de ce nouveau régime d'accumulation est donc l'émergence des investisseurs institutionnels. Ces derniers drainent vers les marchés financiers des montants considérables. Leurs placements en ont fait des acteurs incontournables dans les structures de détention de la propriété des firmes¹. Aux USA, ils détiennent en 1999 environ 44,6 % de la capitalisation boursière. Leur progression est remarquable puisqu'en 1994, leur part ne s'élevait qu'à 32,8 % de cette même capitalisation.

Cette croissance, qui s'est réalisée dans un contexte haussier sans précédent, s'est également accompagnée de deux phénomènes concomitants :

- l'émergence du discours et des outils sur la *shareholder value*²,

* LEREPS - Université de Toulouse.



- l'apparition de désajustements financiers observés dans les couples rentabilité/risque des marchés financiers observés *ex post* notamment par Patrick Artus et Michèle Debonneuil (1999).

La concordance de ces phénomènes, même si elle ne traduit aucune corrélation, justifie cependant la formulation d'une hypothèse : le comportement d'allocation des investisseurs pour le compte de tiers ne contribue-t-il pas à expliquer en grande partie ces phénomènes ? Certes, il ne s'agit pas ici de conclure sur ce point, mais d'essayer de tracer les premiers éléments d'un programme de recherche.

Cette communication tentera donc d'isoler et d'expliquer le comportement des investisseurs institutionnels. L'objet sera de mettre en évidence, grâce à un panel de 53 grands investisseurs US, les traits de comportement des différents types d'investisseurs et de construire des hypothèses permettant de comprendre leur logique de placement.

Nous montrerons que les investisseurs ont, selon les conditions d'exercice de leurs métiers, des comportements d'investissement fort distincts, marqués par des taux de rotation et de placement moyens différents. Ces analyses font l'objet de la première partie de cette communication.

Mais on verra également que les pratiques de placement ne s'appliquent pas de façon homogène à tous les secteurs d'activité. Une comparaison des politiques de placement dans deux secteurs aux caractéristiques économiques différentes, permettra d'affiner l'analyse et de montrer que les politiques d'extraction de la valeur retenues par une même catégorie d'investisseurs varient selon les caractéristiques des secteurs investis.

Par ailleurs, et même si aucune conclusion définitive ne peut être apportée, les premiers travaux montrent que le développement de la gestion pour le compte de tiers présente toutes les caractéristiques d'un modèle financier « bouclé », en ce sens qu'il ne révèle aucun défaut de cohérence interne. Mais simultanément, ce modèle financier de la gestion institutionnelle introduit comme nous le verrons, une dynamique de déséquilibre financier. Cohérent, le modèle financier lié au développement de la gestion pour le compte de tiers est donc aussi instable.

LES LOGIQUES COMPORTEMENTALES DES GESTIONNAIRES POUR LE COMPTE DE TIERS

Les investisseurs institutionnels sont les acteurs qui détiennent aujourd'hui la fraction la plus élevée des titres cotés sur les marchés financiers US. Depuis 1998, ils disposent d'une fraction des titres supérieure à celle que détiennent l'ensemble des agents non financiers de l'économie. Ils sont d'ailleurs, comme le citent Patrick Artus et Michèle Debonneuil (1999), les seuls acquéreurs nets de titres, les ménages étant depuis 1997 des vendeurs nets. En novembre 1999, la valeur globale du portefeuille « actions » de ces investisseurs institutionnels sur le marché US s'élève



ainsi à 9 857 milliards de dollars. Mais même si elle regroupe l'ensemble des acteurs qui gèrent de l'épargne sous mandat pour le compte de tiers, la catégorie des investisseurs institutionnels est loin d'être homogène. On retrouve en effet dans cet ensemble des acteurs qui interviennent dans le cadre d'obligations de moyens ou de résultats, en gestion directe ou déléguée ou encore sous des structures juridiques distinctes³.

Le cadre institutionnel de la gestion d'épargne est donc particulièrement divers. Geneviève Ferone (1997) parle ainsi de « l'industrie des fonds de pension » pour bien montrer que derrière une apparente unicité des acteurs, se dissimule une complexité des statuts et des formes organisationnelles. Généralement, la distinction retenue lorsqu'on aborde un tel champ d'analyse ne repose que sur un type d'acteurs particulier associé à ce système : il s'agit de la distinction entre les fonds de pension « DB » (*Defined Benefits*) et les fonds « DC » (*Defined Contributions*).

Cette distinction, de nature légale, qui tend d'ailleurs à s'estomper sous l'effet de la création de fonds dits hybrides, ne concerne qu'un véhicule d'épargne. Celui-ci est certes le plus important - il représente 49,7 % des fonds collectés aux USA - mais il est loin d'être unique et ne peut donc pas être utilisé comme critère de base dans l'analyse de l'impact éventuel des formes institutionnelles sur les politiques de placement des investisseurs.

La segmentation « DB versus DC » recouvre cependant un aspect primordial, celui relatif à la gestion du risque financier de placement. En effet, dans le cadre des fonds de pension « DB », la caractéristique principale pour l'épargnant est que le montant du revenu d'inactivité est déterminable *ex ante*. Il s'ensuit que le fonds de pension est soumis à une obligation de résultat : offrir le niveau de prestation prévu dans le cadre du plan. Le risque financier est donc supporté par le fonds et par l'institution sponsor. Cette obligation, renforcée par la loi ERISA, a eu un impact certain sur le niveau de risque de leur politique de placement. La Cour suprême américaine a d'ailleurs fait évoluer sa jurisprudence dans le domaine passant d'une obligation de gestion en « personne avisée » à celle de gestion en « expert prudent », (Ferone, 1997).

Dans le cadre de plan « DC », l'épargnant cotisant ne connaît pas par avance le montant du revenu d'inactivité dont il pourra bénéficier. Celui-ci n'est connu qu'*ex post*. Il est fonction de l'efficacité des placements financiers réalisés. Le risque financier est donc subi par l'agent épargnant⁴. Les droits ouverts au titre des revenus d'inactivité n'étant pas connus *ex ante*, il en résulte que les investisseurs institutionnels ne sont soumis qu'à une obligation de moyens.

Pour garantir l'obtention d'un couple rentabilité/risque efficient, le législateur américain a introduit un système concurrentiel dans la gestion de ce type de fonds. La concurrence est ainsi censée jouer le rôle

d'un système incitatif et de sélection. Dans ce cadre, le fonds DC ne fait que collecter les liquidités, assurer la fonction d'actuaire⁵ et surtout sélectionner les gestionnaires qui seront autorisés à proposer leurs véhicules financiers aux souscripteurs du fonds. La sélection des gestionnaires est réalisée tous les six mois sur la base de *benchmark*. L'évaluation réalisée est donc relative et à court terme afin de maintenir l'efficacité du système d'incitation concurrentiel.

Outre l'aspect « obligation de moyens versus obligations de résultats » une autre dichotomie apparaît essentielle, celle du mode de gestion : interne à l'institution qui assure la mise en commun des liquidités ou en délégation auprès d'acteurs spécialisés sous l'aiguillon de la concurrence au *benchmark*. Le croisement de ces deux critères permet alors, nonobstant l'impact des formes juridiques, de construire une typologie, non pas des fonds de pension mais des formes de gestion collective d'épargne.

Tableau n°1
Typologie de la gestion pour le compte de tiers

NATURE DE L'OBLIGATION			
		Résultat	Moyens
G	Directe	Fonds	Fonds
E		D B directs	D C directs
S		(ex : Calpers)	(ex : TIAA-CREF)
T	Délégée	Gestionnaires	Gestionnaires
I		D B délégués	D C délégués
O		(ex : Mellon)	(ex : Fidelity)
N			

Le tableau 1 présente donc une typologie de la gestion déléguée aux USA. Sur les quatre possibilités qui sont présentées, l'une d'entre elles, celle de la gestion directe de liquidités soumise à obligation de moyens, représente une fraction faible des formes de gestion intermédiées de l'épargne. Elle n'est plus guère représentée que par des fonds comme TIAA-CREF⁶. Cette catégorie d'investisseurs est donc écartée du champ d'analyse. La forme aujourd'hui dominante combine gestion déléguée et obligation de moyens. En effet, cette catégorie regroupe 55 % des sommes collectées par les fonds de pension⁷, plus l'ensemble des sommes épargnées via le mécanisme des IRA et de l'épargne individuelle organisée sous forme d'OPCVM.

Dans ces conditions, il conviendra d'observer si des différences apparaissent entre les trois catégories d'acteurs sur les deux variables de comportement que sont :

- la composition organique des portefeuilles,
- le taux de rotation des actifs en portefeuille.

Tableau n°2
Rotation et composition des portefeuilles :
délégation de gestion de type DC
(échantillon de 53 investisseurs institutionnels, décembre 1999)

	Rotation (nbre d'années)	Composition du portefeuille		
		Actions	Obligations	Autres
Moyenne de l'échantillon	3,48	64,64 %	25,99 %	9,35 %
Fidelity	2,63	75,66 %	9,09 %	15,25 %
Capital Research	2	81,84%	9,08 %	9,08 %
Templeton	2,22	100 %	0,00 %	0,00 %

LEREPS - Toulouse

On s'aperçoit alors aisément que les acteurs financiers qui agissent dans le double plan « délégation de gestion soumise à une simple obligation de moyens » ont un comportement caractérisé par :

- une composition du portefeuille à dominante « actions⁸ »,
- un taux de rotation des actifs plus élevé que la moyenne.

Leur politique de placement apparaît donc guidée par la recherche de couples rentabilité/risque élevés. Elle se caractérise par des principes d'allocation stratégique marqués par une dominante action et par une allocation tactique fondée sur un taux de rotation élevé des valeurs en portefeuille (38,02 % annuels pour Fidelity et 50 % pour Capital Research). Ce comportement stratégique doit être analysé comme traduisant les conditions d'exercice du métier de ces investisseurs.

En effet, le cadre institutionnel de gestion de l'épargne fait reporter l'ensemble du risque financier ultime sur le mandant. La pression à l'obtention de résultats financiers est donc importante et renforcée par l'organisation du marché de la délégation des fonds. En effet, les différents gestionnaires sont dans ce cadre précis soumis à une évaluation relative semestrielle sous la forme de *benchmarking*. Les gestionnaires pour le compte de tiers sont donc soumis à une évaluation de la performance relative et à court terme. Il en résulte logiquement une allocation donnant le primat à la détention d'actions, associée à une rotation rapide des actifs.

Les principales caractéristiques de placement des investisseurs semblent donc être déterminées par les conditions d'organisation des marchés de délégation des fonds, elles-même liées à la nature des obligations qui pèsent sur les gestionnaires. Cette première hypothèse de travail est confirmée si on observe la politique de placement d'investisseurs qui se situent à l'autre extrémité du spectre retenu et qui agissent donc dans le cadre d'une gestion directe et sous une obligation de résultat, comme l'indique le tableau ci-après :

Tableau n°3
Rotation et composition des portefeuilles :
gestion directe de type DB
 (échantillon de 53 investisseurs institutionnels, décembre 1999)

	Rotation (nbre années)	Composition du portefeuille		
		Action	Obligation	Autres
Moyenne de l'échantillon	3,48	64,64 %	25,99 %	9,35 %
California State Teachers	7,6	51,13 %	46,75 %	2,12 %
Florida State Board of Adm.	12,5	44,5 %	44,5 %	11 %

LEREPS - Toulouse

En prenant en compte l'effet « prix » lié aux actions, les investissements financiers de ces gérants directs sous obligation de résultat révèlent une dimension obligataire forte. Plus les contraintes de gestion sont fortes, plus le comportement des investisseurs tend vers l'équilibre de la structure des valeurs en portefeuille. La préoccupation centrale de ces acteurs n'est pas la recherche de la maximisation sous contrainte de la performance, mais bien l'aversion vis-à-vis du risque, puisque la couverture du risque ultime est à la charge du fonds. En même temps, la politique de placement présente une durée longue qui excède l'horizon de calcul économique des firmes.

Cette relation entre conditions institutionnelles d'exercice du métier d'investisseur et comportement de placement apparaît confirmée si on observe la troisième catégorie d'acteurs compris dans notre typologie, à savoir les gestionnaires délégués agissant sous la contrainte d'obligation de résultat.

Tableau n°4
Rotation et composition des portefeuilles :
délégation de gestion de type DB
 (échantillon de 53 investisseurs institutionnels, décembre 1999)

	Rotation (nbre années)	Composition du portefeuille		
		Action	Obligation	Autres
Moyenne de l'échantillon	3,48	64,64%	25,99 %	9,35 %
Mellon	4	47,48 %	47,48 %	2,12 %
T. Rowe	3,57	63,87 %	29,78 %	6,35 %

LEREPS - Toulouse

On s'aperçoit ainsi que ces acteurs ont une politique de placement médiane sur les deux critères que nous avons retenus comme représentant les politiques de placement.



Cette situation s'explique là aussi par les conditions d'exercice du métier de délégué dans le cadre d'une obligation de résultat. En effet, les principes d'allocation stratégique sont posés par le mandant. Ils comprennent la répartition entre les différents types de supports financiers, le taux d'internationalisation ainsi que les éléments de placement sectoriel, (Ferone, 1997). Seuls les principes d'allocation tactique peuvent être définis par les gestionnaires. Il s'ensuit que le taux de rotation des placements est plus élevé que celui des fonds gérant en direct et soumis à une politique de placement en expert prudent, mais reste inférieur à celui des gestionnaires intervenant dans le cadre de placements à simple obligation de moyens. En outre, les gestionnaires sont ici choisis *intuiti personae* par l'acteur qui a assuré la première phase de mise en commun des liquidités épargnées. Ils ne sont pas soumis à une évaluation de la performance relative, mais bien à la performance absolue puisqu'ils doivent *a minima* obtenir le taux de rendement requis pour l'équilibre du plan d'épargne.

L'hypothèse émise est validée : plus les contraintes de gestion sont fortes, plus la politique de placement est marquée par un caractère prudent. Les comportements d'investissement des gestionnaires sont donc fortement marqués par le cadre institutionnel dans lesquels ils s'insèrent. Le développement de la gestion intermédiée, accompagnée d'une simple obligation de moyens, transforme l'organisation du système financier américain vers le type de gestion que ces acteurs mettent en œuvre. Elle se caractérise par un comportement relativement risqué visant à « surperformer » à court terme le marché⁹. Ses caractéristiques principales sont donc une focalisation sur le marché des droits de propriété et sur une gestion tactique élaborée, se traduisant par des taux de rotation de portefeuille élevés.

Mais l'analyse d'une politique de placement ne se limite pas à ces deux seuls aspects. Sont aussi à prendre en compte des variables comme la spécialisation ou la diversification géographique et sectorielle.

LES POLITIQUES SECTORIELLES D'EXTRACTION DE LA VALEUR

La politique de placement de l'ensemble des investisseurs institutionnels américains est très largement dominée par trois dimensions :

- une très forte préférence nationale, le taux d'investissement à l'étranger n'excède pas 9 % du montant global géré ;
- une forte préférence sectorielle puisque trois secteurs (le financier, le technologique et les services) représentent à eux seuls 54,06 % de la valeur du portefeuille « actions » des investisseurs institutionnels ;
- un bouclage financier sur un type d'acteurs, les poids lourds de la cote,

puisque ceux-ci représentent en moyenne sur l'échantillon considéré, 73,61 % de la valeur des portefeuilles replacés dans les mêmes acteurs à un taux de 96,95 %.

De ces trois dimensions, celle relative à la préférence sectorielle sera plus amplement traitée dans le cadre de ce papier. En effet, la première et la troisième, quoique intéressantes, n'entrent pas dans le champ de notre problématique.

L'analyse des compositions de portefeuilles des investisseurs, révèle que les investisseurs ont une structure de portefeuille déformée. Trois secteurs d'activité sont dominants : le financier (21,16 %), le technologique (17,53 %) et celui des services (15,37 %). A l'inverse, la présence moyenne des investisseurs est plus faible dans des secteurs à maturité comme l'agro-alimentaire, qui représente 6,27 % des valeurs de portefeuille, ou le secteur dit de « firmes diversifiées », qui n'en représente que 1,22 %.

Cette composition du portefeuille des investisseurs, observée en valeur de marché, ne nous renseigne pas directement sur le profil de placement des investisseurs, mais elle indique que les investisseurs ont une préférence pour les secteurs à fort potentiel de croissance où l'effet « richesse », lié à la croissance des cours, permet de récupérer la valeur générée. La déformation des portefeuilles dévoile alors comment les performances atteintes par les investisseurs en termes de couples rendement/risque sont ainsi dépendantes de l'évolution d'une faible part du marché.

L'hypothèse qu'il convient de tester consiste à déterminer par quelles voies les investisseurs parviennent à dégager de la valeur. Pour engager cette démarche, nous allons donc étudier les politiques de placement dans deux secteurs présentant des caractéristiques différentes sur le plan de la valorisation des actifs boursiers. Il s'agit des secteurs technologiques et agro-alimentaires. Dans chacun de ces deux domaines, nous avons retenu un échantillon de dix firmes, cotées sur le NYSE et le Nasdaq. L'évolution des capitalisations sur une période couvrant la période d'août 1997 à mars 2000, montre bien que nous sommes en présence de secteurs où l'évolution est fort différente.

Tableau n°5
L'évolution des capitalisations dans les deux secteurs retenus
(données en milliards de \$)

	Août 1997	Août 1998	Août 1999	Mars 2000
Secteur agro-alimentaire	447,78	502,61	448,67	349,73
Secteur technologie	562,19	818,89	1664,10	2412,68

LEREPS - Toulouse

Sur un plan méthodologique, nous avons sélectionné, pour chacune des vingt entreprises observées, les dix premiers actionnaires. Ce choix, certes réducteur, permet toutefois d'isoler les investisseurs qui ont la capacité éventuelle d'influer sur les décisions d'allocation des firmes, en détenant de façon concentrée, une fraction non négligeable du capital. On observe ainsi dans les deux secteurs les données suivantes :

Tableau n°6
Analyse de la concentration de l'actionariat
dans les secteurs agro-alimentaires et technologiques
(échantillon de 20 sociétés, données mars 2000)

		10 premières détentions	Dont Invest Institutionnels	Détention des Inv Instit
AGRO-ALIMENTAIRE	août-97	42,49%	79,51%	34,46%
	août-98	44,49%	79,37%	35,51%
	août-99	36,96%	87,57%	32,40%
	mars-00	39,50%	84,82%	31,88%
TECHNOLOGIES	août-97	38,16%	79,32%	27,22%
	août-98	32,50%	83,82%	24,67%
	août-99	30,70%	80,13%	23,05%
	mars-00	19,68%	80,93%	16,62%

LEREPS - Toulouse

9

Il n'existe pas, à la lecture des données, de corrélation significative entre l'évolution des cours boursiers et celle des taux de détention. Dans les deux cas, alors que l'évolution de la capitalisation est contrastée, on assiste à une baisse du taux de détention moyen des investisseurs institutionnels. Cette baisse est cependant bien plus élevée dans le secteur technologique (- 37,28 %) qu'elle ne l'est dans le secteur agro-alimentaire (- 7,48 %). Il n'existe donc pas de lien direct entre l'évolution de la valorisation et le taux de présence des investisseurs dans un secteur considéré. Certes, il est possible d'arguer que le maintien de la présence des investisseurs, même dans des configurations où l'évolution des cours est défavorable, ne serait lié qu'à une volonté de maintenir un portefeuille d'actifs relativement équilibré (Batsch, 1999). Dans ce cas alors, on devrait assister à une baisse de la part relative des investisseurs institutionnels dans les dix premiers actionnaires. Or l'étude de la part relative des gestionnaires pour le compte de tiers dans le capital des firmes agro-alimentaires montre des résultats opposés. Sur l'ensemble de la période, la part relative des investisseurs institutionnels a progressé passant de 79,51 % à 84,32 %. L'évolution est trop faible pour que nous puissions en déduire qu'il existe une relation inverse, mais il est possible d'en conclure qu'il n'y a pas de désaffection par les investisseurs de ce secteur d'activité.

Les premiers résultats obtenus sont paradoxaux. Ils semblent refléter des traits de comportement peu conformes à la recherche d'une maximisation de la valeur actionnariale, en particulier lorsque l'on observe un maintien des investisseurs dans des secteurs à valorisation boursière décroissante (ou stable). L'explication de ce paradoxe se situe dans les méthodes déployées par les investisseurs pour récupérer la valeur éventuellement créée par les firmes.

Dans le secteur de la technologie, la création de valeur est essentiellement le fait de la croissance des valorisations. La baisse de la part des investisseurs est ainsi plus que compensée par la hausse de la valorisation. La cession de parts sociales par les investisseurs est simplement due à leur volonté de réalisation de plus-values potentielles afin d'obtenir le rendement ou la liquidité requise. Cette politique reflète alors parfaitement le comportement joué par les investisseurs dans les secteurs à capitalisation croissante : ils récupèrent la valeur par une allocation tactique optimisée.

En revanche, dans les secteurs à capitalisation décroissante, les investisseurs ont globalement maintenu leurs parts. Les gestionnaires pour le compte de tiers ne dégagent donc pas de la valeur par la seule mise en place de processus d'allocation tactique. Le recours à d'autres procédés s'impose. Le recours à ces procédés est d'autant plus remarquable que les taux de détention par les investisseurs sont élevés. En moyenne, le premier investisseur détient 10,17 %¹⁰ du capital de la cible. Si les investisseurs sont montés à des taux de participation en moyenne si élevés, c'est qu'ils récupèrent de la valeur par un autre moyen que la croissance des capitalisations.

A ce stade de l'analyse, il convient de faire apparaître un nouvel élément. Depuis 1991, ont été développés des outils de détermination de la valeur économique générés par la firme. Le plus employé par les investisseurs est ainsi la méthode EVA[®] (ou *Economic Value Added*). Sans entrer dans les détails de la méthode¹¹, il convient de noter qu'elle repose sur un principe : l'entreprise doit dégager une valeur supérieure à celle requise à l'équilibre. Le flux de revenu supplémentaire ainsi généré est, d'après Stewart G.B. (1991), destiné à rémunérer les actionnaires puisque ce sont les *stakeholders* qui assument le risque d'entreprise. Par le calcul de la MVA (*Market Value Added*), qui n'est d'ailleurs que la somme actualisée des EVA futures, l'investisseur parvient même à récupérer *ex ante* le revenu supplémentaire issu de l'action de la firme. L'investisseur récupère donc la valeur économique générée par la firme. Le versement de l'EVA passe alors par le versement d'un dividende exceptionnel ou par la mise en œuvre de politique de relution¹². La diffusion de ces techniques explique alors, comme le notent Patrick Artus et Michèle Debonneuil (1999), que le marché des émissions nettes de



capital soit négatif aux Etats-Unis. Ainsi, selon Eric Barthalon (1999), les opérations de relation ont contribué à une destruction annuelle de capital de l'ordre de 100 milliards de dollars depuis 1995 sur le marché US et en même temps à une croissance de l'endettement obligataire de 300 milliards de dollars.

Les groupes agro-alimentaires observés ont, pour la plupart, adopté la méthode EVA comme outil de management (Pepsi, Coca-Cola, Philip Morris). Ils conduisent tous des opérations économiques de redistribution de *cash*. Ils apportent ainsi de la valeur aux investisseurs, mais par le biais de mécanismes qui ne contribuent pas à la croissance de la valeur boursière. La mise en œuvre de tels mécanismes de transfert de valeur vers les actionnaires est alors le moyen par lequel il est possible d'expliquer le maintien des investisseurs dans des sociétés à valeur boursière décroissante.

Toutefois, pour que de telles politiques de redistribution de valeur soient effectivement mises en œuvre par les entreprises, encore faut-il que les investisseurs aient un pouvoir d'influence sur les décisions d'allocation des firmes. Certes les *road show* et autres *one to one* contribuent, par les liens qu'ils créent entre analystes financiers et dirigeants d'entreprise, à véhiculer le message de la *shareholder value*¹³. Mais il est un fait que les participations élevées des gestionnaires pour le compte de tiers sont un puissant vecteur du message de la *shareholder value*.

Enfin, pour qu'une telle politique puisse être conduite, il faut que le gestionnaire puisse réaliser l'allocation stratégique des actifs en portefeuille. Elle n'est possible que pour les investisseurs qui interviennent dans le cadre d'une « obligation de moyens ». L'existence de cette faculté explique alors les taux élevés de détention que ces investisseurs affichent dans des sociétés à dynamique de valorisation négative ou stable, comme le sont les sociétés agro-alimentaires.

Il apparaît dès lors que les méthodes de *shareholder value* et le développement de la gestion pour le compte de tiers sont liés. L'usage des outils et des méthodes de transfert de la valeur économique dégagée par les firmes est nécessaire pour que la gestion pour le compte de tiers puisse se développer. Le modèle financier de la gestion institutionnelle des marchés est donc, un mode d'organisation cohérent. Pour autant, comme l'ont montré Patrick Artus et Michèle Debonneuil (1999) ou l'a souligné Eric Barthalon (1999), ce mode d'organisation est instable et entretient une dynamique de déséquilibre sur les marchés financiers.



NOTES

1. Notons qu'en même temps que se déroulait cette croissance, la part des autres acteurs financiers nationaux (banques et assurances) était d'environ 12 % des titres cotés, situation qui conduit à considérer qu'aujourd'hui les acteurs financiers détiennent à eux seuls plus de 56 % du marché.
2. Le développement de méthodes de détermination de la valeur peut être attribué à l'ouvrage de Stewart G.B. *In Quest of Value*, 1991, Harper et Collins, qui pose les principes de la méthode EVA, même si des approches similaires avaient été proposées par Fruhan (1979) et Rappaport (1986).
3. On retrouve ainsi parmi les seuls gestionnaires délégués des formes juridiques d'exercice de la profession d'investisseurs aussi divers que les *mutual funds*, les *investment firms* ou les *investment bank*, pour ne citer que quelques exemples.
4. Dans les fonds DC, le contributeur est le salarié de l'entreprise qui a ouvert le plan. L'entreprise n'est pas tenue de cotiser au plan. Toutefois dans les plans DC (401k), l'entreprise peut contribuer au fonds en déduction d'impôt (par le biais d'un mécanisme de provisionnement). Les fonds DC (401k) sont ainsi devenus le principal type de plans DC, et de fait, un important véhicule de l'épargne-retraite aux USA.
5. Cette fonction consiste à calculer à tout moment la valeur des droits acquis par les épargnants, sachant que ces derniers peuvent librement clôturer le plan. Notons toutefois que cette fonction peut, elle aussi, être déléguée à un opérateur spécialisé.
6. Fonds des instituteurs du Texas qui a annoncé en 1999 son basculement vers la forme d'un fonds DC (401k) qui se classe dans notre typologie dans la catégorie des fonds à obligation de moyens et gestion déléguée.
7. Données issues du *Global Corporate Governance*, rapport avril 1998.
8. Il convient ici de noter que la répartition des actifs en portefeuille est calculée sur la base des valeurs de marché. L'existence d'effets richesse liée à la détention d'actions induit donc nécessairement une déformation des profils des portefeuilles de l'ensemble des opérateurs en surpondérant la part « actions ». Cependant comme cette déformation apparaît pour le compte de tous les opérateurs, les écarts à la moyenne permettent de mesurer le niveau de risque joué par l'opérateur.
9. Cette politique est aussi suivie sur les marchés internationaux ; pour s'en convaincre cf. D. Baudru, M. Kechidi : « Les investisseurs institutionnels internationaux, vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, juillet 1998.
10. Notons ainsi que le gestionnaire pour le compte de tiers Capital Research and Management détient en mars 2000 des participations de 13,06 % dans Nabisco et 13,7 % dans RJR alors qu'il ne possédait que 5,35 % en août 1998 et 9,63 % en août 1999 avant la scission du groupe RJR Nabisco en deux entités au 1^{er} janvier 2000 dans un contexte de baisse de la valeur boursière (depuis août 1997). Rappelons aussi que durant cette période, l'indice principal du marché de New York connaissait une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 32 %.
11. Pour une analyse critique de la méthode cf. D. Baudru, F. Morin « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque » in *Architecture financière mondiale, Conseil d'analyse économique*, La Documentation Française, septembre 1999, pp 151-171.
12. La relation est une technique qui consiste dans le rachat par la société d'une fraction de son capital en vue de le détruire. L'emploi de cette technique permet de transférer de la valeur économique vers les actionnaires.
13. Un des traits les plus significatifs de la *shareholder value*, est, au-delà des préconisations en matière de transparence de création de comités de rémunération, l'apport de valeur économique aux actionnaires dont le calcul peut être effectué.



BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1998) : « Le capitalisme de demain », Notes Fondation Saint-Simon, novembre
- ALBOUY M. (1999) : « Théorie, applications et limites de la mesure de création de valeur », *Revue Française de Gestion*, jan-fév, pp 81-90
- ARTUS P., DEBONNEUIL M. (1999) : « Crises, recherche de rendement et comportements financiers, l'interaction des mécanismes micro-économiques et macro-économiques », Rapport au Conseil d'Analyse Economique : « L'architecture financière internationale », la Documentation Française
- BARTHALON E. (1999) : « Les Etats-Unis, payeur en dernier ressort », Note de conjoncture de Paribas, janvier, pp 21-27
- BAUDRU D., KECHIDI M. (1998) : « Les investisseurs institutionnels étrangers, vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Economie Financière*, juillet, pp 67-78
- BAUDRU D., MORIN F. (1999) : « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque », Rapport au Conseil d'Analyse Economique, n° 18, « L'architecture du système financier international », la Documentation Française, pp 159-171
- BLACK B. (1998) : « Institutional investors and the case for institutional voice », in J. Stern and Chew D. : *The revolution of corporate finance*, Blackwell Business, pp 445-458
- CHARREAUX G. (1991) : « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue d'économie financière*, num 31, Hiver
- CHARREAUX G. (1997) : « Le gouvernement des entreprises », Economica Gestion, Paris
- DEMARIGNY F. (1996) : « Les investisseurs institutionnels, des actionnaires neutres ? », *Revue d'économie financière*, Hiver, numéro spécial
- EL MEKKAOUI-DE-FREITAS (1999) : « Fonds de pension et marchés financiers », Collection Economie et Innovations, l'Harmattan
- EHRBAR A., STEWART GB. (1999) : « The EVA revolution », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 12, num 2, Summer 99, pp 18-31
- FERONE G. (1997) : « Le système de retraite américain. Les fonds de pension », *Bibliothèque d'économie financière*, éditions Montchrétien
- FRUHAN WE. (1979) : « Financial strategy ; studies in creation, transfert and destruction of shareholder value », Irwin Inc, Homewood, Illinois
- MEYERS S. (1998) : « The search for optimal capital structure », in *The revolution of corporate finance*, Stern J. and Chew D., Blackwell Business, pp 111-119
- MORIN F. (1998) : « Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse prospective et comparaisons internationales, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Les Editions de Bercy
- MORIN F., BAUDRU D., LAVIGNE S., (2000) : « Les investisseurs institutionnels, et les transferts internationaux d'épargne : dynamique d'équilibre ou de déséquilibre ? » Rapport à l'Institut CDC pour la Recherche.
- ORLEAN A. (1999) : « Le pouvoir de la finance », Editions Odile Jacob, New York
- RAPPAPORT A. (1986) : « Creating shareholder value, the new standard of business performance », Free Press, New York
- RIVAUD-DANSET D. (1995) : « Les fonds de pension anglo-saxons et les marchés financiers », *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Editions Montchrétien
- SCHLEIFER A., VISHNY RW. (1986) : « Large shareholder value and corporate control », *Journal of political economy*, num 94
- SHARPE WP. (1970) : « Portfolio theory and capital markets », Mac Graw Hill, New York
- STERN J., CHEW D. (1998) : « The revolution of corporate finance », Third edition, Blackwell Business, Oxford
- STEWART GB. (1991) : « The quest for value », Harper Collins, New York