

# INDUSTRIE DE LA GESTION D'ACTIFS : DE L'ÉMERGENCE À L'APPARITION DE NOUVEAUX RISQUES

SÉBASTIEN GALANTI\*  
FRANÇOISE LE QUÉRÉ\*

L'émersion de la gestion d'actifs s'est effectuée dans un cadre plus large de réformes des structures financières en France marqué par un mouvement de déréglementation, d'ouverture aux marchés financiers et de désintermédiation bancaire. En quarante ans, les fonds d'investissement et les sociétés qui en assurent la gestion vont devenir des acteurs incontournables de la sphère financière, avec des actifs sous gestion qui vont croître de manière considérable. Ce succès ne signifie pas que l'industrie embryonnaire dans les années 1980 et de grande taille aujourd'hui ne conduise pas à des questionnements : les attentes initiales liées à son développement n'ont pas été totalement satisfaites et l'apparition de risques nouveaux a accompagné son expansion. L'industrie atteint dorénavant une phase critique dans son développement au point de susciter des réflexions sur son futur *business model*.

109

## *LES ATTENTES INITIALES VIS-À-VIS DE LA GESTION D'ACTIFS : UN OUTIL D'INTERMÉDIATION ALTERNATIF POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE*

L'industrie de la gestion d'actifs émerge à partir des années 1980. Elle fait apparaître de nouvelles entités dans le paysage financier français dans un contexte plus large de mutations structurelles des modalités de financement de l'économie. Ce nouveau mode d'intermédiation via des fonds suscite dès sa création des attentes importantes.

---

\* Université d'Orléans, CNRS, LEO, FRE 2014.  
Contacts : sebastien.galanti@univ-orleans.fr et fr.le-quere@laposte.net.

*Désintermédiation bancaire :  
rôle croissant des marchés et internationalisation*

Le courant néolibéral initié dans les pays anglo-saxons se diffuse en France au début des années 1980. L'idée d'une intermédiation entre agents à capacité et à besoin de financement qui ne serait pas uniquement réalisée par les banques, mais plutôt par les marchés s'impose progressivement. Le volume croissant de l'épargne placée en titres financiers doit favoriser le financement de l'innovation et de l'investissement, ce qui améliore les performances globales de l'économie. Le développement des marchés doit en outre stimuler la concurrence entre les modes de financement bancaire et par les marchés, autorisant la baisse du coût de l'intermédiation et l'efficacité des circuits de financement. La prime est donc donnée au développement des marchés financiers plutôt qu'à une intermédiation alors essentiellement bancaire et dont l'activité reste largement administrée.

La financiarisation de l'économie française s'étend, tandis qu'un processus de déréglementation financière se diffuse à l'échelle internationale sous la forme d'une concurrence déréglementaire qui vise à préserver la compétitivité de chaque place financière<sup>1</sup>. La déréglementation met un terme à la segmentation des systèmes financiers domestiques et promeut leur internationalisation. Le système financier français s'inscrit dans cette tendance avec l'assouplissement, puis l'abolition des restrictions à la liberté des mouvements de capitaux, processus bien entendu renforcé en Europe avec le projet d'achèvement du marché intérieur. L'innovation financière exerce dans le même temps un rôle essentiel dans la promotion de la globalisation financière en proposant, par exemple, des produits dérivés qui facilitent la gestion des risques. Le progrès technologique conforte ces mutations : l'informatique et la communication vont profondément affecter la manière dont s'effectuent les échanges d'actifs financiers.

*La gestion d'actifs : outil d'une intermédiation financière efficace*

Si les investisseurs peuvent acheter directement les actifs financiers émis par les entreprises, cela requiert toutefois des aptitudes dont ils ne disposent pas nécessairement. Le déploiement de la gestion d'actifs propose une nouvelle forme d'intermédiation de marché : les véhicules d'investissement proposés par les gérants correspondent aux attentes des investisseurs et s'imposent comme un moyen attractif d'accéder indirectement aux actifs financiers. Si les fonds d'investissement sont largement investis en actions, la gestion d'actifs peut devenir un vecteur d'amélioration de la gouvernance des entreprises. Chaque gérant de fonds est supposé agir de manière à accroître la valeur des actifs sous gestion. En déléguant la gestion de leurs encours, les propriétaires des

fonds espèrent que le gérant engagera des actions pour défendre au mieux leurs intérêts, ce qui peut prendre la forme d'une implication dans la gouvernance des entreprises<sup>2</sup>.

*Élargissement de l'accès des épargnants  
aux marchés financiers et extension des possibilités  
de diversification offertes par la gestion collective*

L'alignement de l'effort fourni par chaque gérant avec les intérêts des investisseurs est au cœur de la relation de délégation. Celle-ci doit fournir une espérance de rendement plus importante qu'en cas de détention directe des titres. Le mécanisme de rémunération du gestionnaire doit garantir aux investisseurs qu'il déploiera un effort pour valoriser le portefeuille. Si le mécanisme de rémunération est fonction du montant des actifs sous gestion, l'alignement des intérêts entre maximisation du rendement des fonds et incitations du gérant à déployer des efforts est assuré. Plus les investisseurs sont satisfaits de la performance des fonds, plus ils confient leurs encours au gérant, plus sa rémunération augmente. Réciproquement, les possibilités de rachat en cas de sous-performances contribuent à réduire les encours, donc la rémunération du gérant. En l'absence de conflit d'intérêts entre les deux parties, les actions des gérants de fonds permettent d'optimiser la valeur des portefeuilles et expliquent la progression des encours de l'industrie.

111

Le drainage de l'épargne vers les marchés financiers et non plus uniquement vers les banques constitue un vecteur de diversification croissante des supports d'épargne. Alors que, avant la déréglementation, les épargnants français ont essentiellement placé leurs flux d'épargne en produits de type livrets bancaires rémunérés à des taux administrés, ils se voient proposer des supports de placement donnant accès à une gamme de titres variés pouvant être achetés directement ou en souscrivant des parts de fonds d'investissement. L'attrait relatif des fonds est clair puisqu'ils offrent une grande liquidité aux souscripteurs de parts qui peuvent chaque jour faire des demandes de rachats. Les solutions d'investissement offertes par l'industrie de la gestion deviendront au fil du temps extrêmement larges et assureront des opportunités croissantes de diversification sectorielle et par classe d'actifs des portefeuilles<sup>3</sup>. Avec la globalisation financière, la diversification internationale des portefeuilles d'actifs est en outre possible et accroît encore la gamme des actifs accessibles<sup>4</sup>. Cela garantit l'émergence et le succès de la gestion d'actifs dont la structuration en industrie est perçue comme un facteur d'amélioration du rendement de l'épargne des Français.

## LA STRUCTURATION PROGRESSIVE DE L'INDUSTRIE DE LA GESTION EN FRANCE

Le contraste est remarquable entre les attentes suscitées par la montée en puissance de la gestion d'actifs telle qu'elle était imaginée lors de sa création et la manière dont l'industrie se déploie dans les faits en France (cf. figure en annexe).

### *L'émergence de la gestion d'actifs en France*

Alors que l'intermédiation s'effectue essentiellement de manière bancaire et dans un cadre administré, différentes dates prouvent que plusieurs initiatives vont très tôt chercher à orienter l'épargne des Français vers des produits financiers<sup>5</sup>. La loi qui crée les sociétés d'investissement ouvert est adoptée le 26 juin 1957 avec pour objectif de contribuer au financement de l'investissement : les OPCVM français (sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et fonds communs de placement (FCP)) sont créés, mais les décrets d'application de la loi sont différés (en 1963 pour les SICAV). L'essor des OPCVM auprès d'un large public intervient en fait bien plus tard et décolle véritablement au tournant des années 1980 (Tadjeddine et Cotta, 2011). Pour inciter les investisseurs à se tourner davantage vers ces produits, les autorités adoptent des mesures de défiscalisation contenues dans des dispositifs comme les SICAV Monory (1978), les fonds communs de placement à risque (1980), le compte épargne en actions (1983), les plans d'épargne entreprises (1986), etc.

L'industrie de la gestion d'actifs va profiter de ce mouvement : les actifs sous gestion croissent tout au long des années 1990, plus particulièrement à partir de 1997. Aux États-Unis, l'industrie de la gestion profite dès 1994 de l'essor de la retraite par capitalisation et, avec la hausse des encours gérés par les fonds de pension, la détention indirecte d'actions des ménages américains augmente. En France, l'industrie de la gestion d'actifs se développe largement grâce aux avantages fiscaux attachés à la détention de produits d'assurance vie garantis dont la gestion est généralement déléguée. Le succès de l'assurance vie profite majoritairement aux titres prudents et liquides. Les assureurs vie qui détiennent ces encours sont soumis à des exigences réglementaires qui les contraignent dans leurs allocations d'actifs. Dans le même temps, le contexte des années 1980 est tel que les SICAV à court terme vont capter une forte part des flux d'épargne. Les taux d'intérêt courts sont élevés. Les SICAV monétaires, liquides, peu tarifées, non risquées et bénéficiant d'une fiscalité attractive vont bénéficier d'un engouement des épargnants qui placent leurs liquidités dans ces produits plutôt qu'en dépôts bancaires jusqu'au mouvement de baisse des taux initié en 1993.

Le drainage de l'épargne des Français vers des fonds monétaires ou investis en titres de dette publique, notamment via l'assurance vie, s'observe dès la création de l'industrie, ce qui contraste avec les attentes qui associaient la libéralisation financière à la promesse pour les entreprises françaises d'accéder à des capacités de financement nouvelles. L'épargne reste durablement investie en supports garantis ou liquides au détriment d'actifs favorables au financement de long terme. La faiblesse de l'actionnariat individuel s'accompagne d'une progression régulière de la détention indirecte d'actions<sup>6</sup> : les gestionnaires de fonds, y compris les non-résidents, acquièrent des participations considérables dans les entreprises cotées françaises<sup>7</sup>.

*Maturité de l'industrie de la gestion d'actifs :  
une structuration complexe*

La financiarisation des économies est contemporaine d'une montée en puissance des investisseurs institutionnels comme intermédiaires financiers. Les fonds d'investissement, les fonds de pension et les compagnies d'assurance exercent une influence croissante dans les économies, mais leur part respective s'avère très hétérogène selon les pays. Dans certains pays comme aux États-Unis, les fonds de pension et les fonds d'investissement jouent un rôle de premier plan. En France, le rôle des fonds d'investissement et des sociétés d'assurance devient déterminant, aussi bien en tant qu'émetteurs d'actifs financiers, que de collecteurs d'épargne auprès de leur clientèle. Il en résulte une plus grande variété, mais aussi une plus grande complexification des circuits de financement, d'autant qu'il existe des imbrications fortes entre les intermédiaires traditionnels et ces nouveaux acteurs.

113

Une grande partie des encours est gérée par des sociétés d'investissement adossées à des intermédiaires traditionnels. Plus exactement, deux circuits se développent : celui de taille limitée doté de structures entrepreneuriales, et celui de grande taille des sociétés de gestion filiales d'établissements de crédit, de compagnies d'assurance et de mutuelles. Ces liens capitalistiques entre sociétés de gestion et institutions financières vont perdurer dans le temps<sup>8</sup>. La structuration de l'industrie des sociétés de gestion se distingue en ce sens de celle qui émerge aux États-Unis : les fonds d'investissement y sont le plus souvent gérés par des sociétés de gestion indépendantes<sup>9</sup>.

Parallèlement, la commercialisation des fonds empreinte au fil des années des canaux de plus en plus complexes. La distribution des fonds peut s'effectuer directement par la société de gestion en direction de l'investisseur, comme pour la gestion sous mandat. Les sociétés de gestion vont devenir à leur tour distributrices de fonds gérés par des concurrentes avec le déploiement de l'architecture ouverte ou la

commercialisation de fonds de fonds. La distribution s'effectue également par des acteurs qui ne sont pas des sociétés de gestion, (plates-formes de courtage en ligne, etc.), et bien évidemment par les réseaux de banques et d'assureurs qui proposent des produits d'épargne et des contrats d'assurance vie à leurs clients. Si la distribution de fonds s'effectue largement via des intermédiaires traditionnels et que la majorité des encours sont gérés par des gestionnaires adossés à des groupes bancaires ou d'assurance, cela relativise l'idée d'une intermédiation hors des acteurs traditionnels telle qu'elle était imaginée à l'origine.

L'activité de l'industrie de la gestion reste largement tournée vers la clientèle d'investisseurs institutionnels. En France, les assureurs constituent la clientèle institutionnelle la plus importante des gérants<sup>10</sup>. Leurs choix d'allocations d'actifs exercent une influence significative. La taille relative des encours des assureurs vie se traduit mécaniquement par des placements favorables aux actifs à revenus fixes et de bonne qualité au détriment d'encours investis pour le financement de l'économie réelle. L'allocation d'actifs globale de la gestion française est investie à 50 % en obligations et à 13 % en *cash* ou instruments monétaires, contre seulement 20 % en actions à la fin de 2017 (EFAMA, 2019a)<sup>11</sup>.

### *TAILLE ET BUSINESS MODEL DE L'INDUSTRIE DE LA GESTION : ENJEUX ET RISQUES*

#### *Structuration et concentration de l'industrie : des enjeux pour le gouvernement d'entreprise*

La libéralisation financière a conduit à l'émergence de nouvelles entités, les sociétés et les fonds d'investissement. Les encours globaux sous gestion s'inscrivent tendanciellement en hausse en France et s'établissent à près de 4 185 Md€ actuellement, contre 1 473 Md€ en 2001 (cf. graphique en annexe) (AFG, 2020). Une partie de ces encours est investie en actions par des gestionnaires de très grande taille adoptant des styles de gestion passifs. Ces tendances récentes créent une forme inédite d'actionariat et invitent à une relecture de la littérature relative à l'équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés.

La manière dont se structure la propriété actionnariale est au cœur de l'approche questionnant le gouvernement d'entreprise. La structure de détention du capital est un indicateur du pouvoir des actionnaires et du pouvoir managérial. La vision qui s'est durablement imposée est celle d'un dirigeant d'entreprise mandaté par les propriétaires-actionnaires des entreprises dont il doit servir prioritairement les intérêts<sup>12</sup>. Ce contrôle s'accomplit difficilement en présence d'un actionariat dispersé en raison des coûts d'agence qui doivent être

supportés par les actionnaires. Une plus grande concentration de l'actionnariat permet d'entrevoir un contrôle plus efficace des dirigeants d'entreprise<sup>13</sup>. Les gestionnaires d'actifs ont attiré au fil des décennies des encours considérables leur permettant de devenir des actionnaires incontournables, alors que dans le même temps, l'actionnariat individuel s'est érodé<sup>14</sup>. Détenant des participations à des niveaux élevés, ils sont prêts à supporter les coûts d'agence puisqu'ils sont les principaux bénéficiaires des coûts engagés pour exercer cette surveillance<sup>15</sup>. En ce sens, l'existence de gestionnaires d'actifs peut être perçue comme un vecteur de rééquilibrage du pouvoir des actionnaires face au pouvoir managérial, mais aussi de plus grande efficacité du contrôle des dirigeants.

La question de l'horizon d'investissement des investisseurs est un autre aspect de la gouvernance d'entreprise. La question de la maximisation de la valeur actionnariale est allée de pair avec le rôle croissant donné aux marchés financiers (surtout dans le modèle anglo-saxon du *shareholder value*). L'expression de craintes liées à la financiarisation des entreprises s'est nourrie de l'idée que la présence d'investisseurs à horizon court pourrait les conduire à maximiser des indicateurs de performance à court terme. S'ils polarisent leur attention sur les seules valorisations boursières, ils incitent à privilégier des stratégies d'entreprise permettant de dégager du rendement à court terme et à renoncer au financement d'investissements longs pourtant porteurs de valeur à long terme (Bolton *et al.*, 2006). La présence d'investisseurs institutionnels (fonds d'investissement ou autres investisseurs à gestion déléguée) remplirait à l'inverse une fonction stabilisatrice si leurs prises de participations s'inscrivent sur un horizon long : en se concentrant sur les fondamentaux, ils améliorent la gouvernance des entreprises.

Si ces hypothèses sont justes, l'émergence de la gestion d'actifs autorise la présence d'actionnaires impliqués et adoptant une vision de long terme, l'ensemble contribuant à l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Mais pour qu'une implication dans la gouvernance d'entreprise soit opérante, il faut que la relation entre les propriétaires des fonds et les dirigeants des firmes soit la plus directe possible. Dès que des investisseurs institutionnels délèguent la gestion de leurs encours à des gérants, cela allonge la distance entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprise et amoindrit l'impact éventuel des premiers sur la gouvernance des seconds. Comme les investisseurs institutionnels sont eux-mêmes des agents auxquels des épargnants ou des adhérents à des caisses de retraite confient leurs fonds, la distance entre les investisseurs initiaux et les dirigeants d'entreprises est encore allongée. L'éloignement entre propriétés et dirigeants de firmes dilue la sensibilité au contrôle des stratégies entrepreneuriales. Dans ces

conditions et en dépit du niveau élevé de leurs participations, les gérants d'actifs pourraient n'être que peu impliqués dans la gouvernance d'entreprise<sup>16</sup>.

Pour Braun (2019), les vingt dernières années ont été marquées par une forte croissance des encours institutionnels aux États-Unis, une appétence pour la gestion indicielle<sup>17</sup> et un mouvement d'extrême concentration de l'industrie de la gestion. La très forte concentration de l'actionnariat des entreprises cotées n'a en rien induit une plus grande implication dans la gouvernance des entreprises. Bien au contraire, le succès de la gestion passive concentré sur les géants mondiaux de la gestion indicielle atteste que le lien entre niveau de participation et fort niveau d'implication pourrait devenir obsolète. En dépit d'incitations apparentes à une implication dans la gouvernance, par exemple parce qu'ils ne peuvent pas se séparer des entreprises cotées ou parce qu'ils sont investis à long terme, Bebchuk et Hirst (2019a) montrent que les gérants indiciels sont moins impliqués et plus complaisants vis-à-vis des dirigeants d'entreprise que ne le seraient les actionnaires directs. Le temps et les ressources qu'ils peuvent matériellement consacrer à l'analyse de l'orientation entrepreneuriale des nombreuses firmes dans lesquelles ils ont des participations condamnent par définition toute implication<sup>18</sup>. Stratégiquement, l'incitation à un engagement est également réduite par le degré d'hyperconcentration suivant le risque de propriété commune<sup>19</sup>. Cela signifie de manière inédite que les actionnaires les plus importants des firmes ne sont plus ceux qui initient un engagement fort en matière de gouvernance d'entreprise<sup>20</sup>.

116

L'hypothèse selon laquelle l'industrie de la gestion renforce le poids des investisseurs de long terme peut également être discutée. Le *business model* de l'industrie de la gestion repose sur la capacité des gérants à attirer des fonds générateurs de commissions en pourcentage des encours sous gestion. Lorsque les investisseurs institutionnels confient leurs fonds à un gérant, ils le rémunèrent pour la gestion et attendent en retour des performances relatives aux *benchmarks*. À son tour, lorsque le gérant place les encours en actions, il espère également un rendement qui garantira l'afflux d'encours ultérieurs. Ces dernières années, l'industrie de la gestion est devenue plus concurrentielle. Le succès de la gestion passive (moins coûteuse que la gestion active) auprès des investisseurs se traduit par une réduction globale des marges. La pression à l'augmentation des commissions pourrait conduire les gérants à adopter une vision court-termiste rompant l'alignement des intérêts avec les investisseurs, à opter pour une rotation excessive des portefeuilles génératrice de commissions ou à l'adoption de positions risquées. Ces stratégies entreraient en outre en contradiction avec les

intérêts des firmes en créant une instabilité du capital incompatible avec une stratégie longue des parties prenantes des entreprises.

La taille de l'industrie de la gestion d'actifs, la concentration et les choix de gestion de ses acteurs ainsi que son *business model* créent en définitive une forme inédite de capitalisme dont les effets sont encore mal appréhendés par la littérature (Braun, 2019).

### *L'impact des fonds d'investissement sur les marchés*

La hausse depuis quarante ans du montant de l'épargne placée sur les marchés financiers via les parts de fonds d'épargne collective est avérée, ainsi que sa forte concentration. En France, la part de marché des SGP filiales de banques atteint 60 % et est en fait très concentrée sur les cinq plus importantes (AMF, 2019). Toutefois, il importe d'en identifier les causes ultimes : plutôt que l'émergence en soi des fonds d'investissement, le montant total d'épargne placée a autant à voir avec la démographie et la croissance des Trente Glorieuses, période pendant laquelle l'enrichissement a permis à une large classe d'âge de dégager une masse de revenus à placer, qu'avec les incitations fiscales ou réglementaires. C'est la stabilité financière et monétaire de l'ère Bretton Woods (1944-1976) qui a permis l'accumulation patrimoniale des décennies suivantes (Aglietta et Valla, 2017), et non la libéralisation en elle-même.

Au-delà des causes, quel est l'impact des fonds sur les marchés financiers ? La taille et la concentration des fonds peuvent poser un problème de liquidité aux marchés. Gabaix *et al.* (2006) expliquent comment, même en l'absence de *news* sur les fondamentaux des entreprises, la taille des investisseurs institutionnels peut provoquer à elle seule une volatilité excessive des marchés dans des segments relativement illiquides. Les mêmes auteurs (2003) montrent que leur modèle est cohérent avec les mouvements de prix, la taille et le nombre de transactions observés sur les marchés. Si la taille des fonds d'investissement pose problème en période « normale », qu'en est-il en temps de crise ? Manconi *et al.* (2012) prennent l'exemple du marché obligataire : en choisissant de vendre des obligations d'entreprises pour compenser les obligations adossées aux crédits titrisés devenues illiquides, les investisseurs institutionnels ont contribué à propager la crise de 2007-2009.

Un autre point de vigilance concerne l'essor du *trading* algorithmique et des *exchange traded funds* (ETF). Ces fonds sont plutôt orientés vers une gestion indicielle et quantitative et non vers une gestion active fondée sur une analyse financière de la valeur fondamentale (Aaron *et al.*, 2005). L'impact des ordres en bourse fondés sur des réponses automatiques à des mouvements de prix ou des *news* fait débat (Hendershott *et al.*, 2011 ; Arena *et al.*, 2018). On peut cependant craindre

que la généralisation de ce type de procédé n'accroisse l'impact négatif d'un processus déjà connu, l'imitation ou *herding* entre gérants de fonds. Bien que la mesure de l'imitation pose problème (Bellando, 2012), les différents travaux depuis Lakonishok *et al.* (1992) montrent que les fonds s'imitent d'autant plus que les marchés sont moins liquides (marchés émergents ou marchés obligataires d'entreprise), ce qui contribue à renforcer le risque systémique – notamment en période de politique monétaire non conventionnelle (FMI, 2015 ; Gelos et Oura, 2015).

### *L'impact macroéconomique des fonds d'investissement*

La masse d'épargne accumulée sur les marchés financiers a donc diversifié les types d'actifs vers lesquels est drainée l'épargne. Ainsi, selon les statistiques de l'EFAMA et de l'AFG, en 2019, sur l'ensemble des fonds ouverts incluant les ETF, l'industrie de la gestion d'actifs représente 51 155 Md€ au niveau mondial, parmi lesquels 21 102 Md€ concernent les fonds actions, 10 933 Md€ les fonds obligataires, 8 846 Md€ les fonds diversifiés et 6 085 Md€ les fonds monétaires. Il y a donc un changement majeur au regard des marchés des années 1960-1970 dans lesquels la gestion collective était bien plus embryonnaire.

118

La diversification des placements est donc avérée, mais l'accès et le coût du financement sont-ils réellement meilleurs pour les entreprises ? Certains rapports montrent au contraire une inversion, selon le modèle du *divest and distribute* consistant à drainer les ressources du secteur non financier pour alimenter les profits du secteur financier, au lieu d'un modèle de type « *retain and reinvest* », permettant de diriger l'épargne vers le secteur non financier (Mason, 2015 ; Epstein et Montecino, 2016). Dans la même veine, les fonds de capital-investissement peuvent aussi contribuer à créer des « microbulles » sur certaines firmes au moment de leur introduction en bourse. Le cas de SoftBank, le conglomérat financier japonais, qui a été un important actionnaire des firmes Uber ou WeWork est symptomatique (Ongweso, 2019)<sup>21</sup>.

En outre, les fonds d'investissement n'achètent pas uniquement sur le marché primaire de l'émission, ils sont bien sûr amenés à investir l'épargne drainée sur les marchés secondaires. À hauteur de ces sommes, ils ne contribuent pas par définition au financement des entreprises. Les marchés boursiers sont de plus, surtout aux États-Unis mais pas seulement, massivement devenus des marchés de rachat d'actions par les entreprises elles-mêmes, plutôt que des marchés ayant vocation à financer les firmes. Cela divertit d'autant les moyens qui pourraient être alloués à l'investissement (Lazonick, 2014).

### *Taille de l'industrie de la gestion, interconnexions et risque systémique*

La hausse des actifs sous gestion investis dans des obligations d'entreprise va dans le sens espéré d'une plus grande implication des fonds dans le financement des entreprises de la zone euro<sup>22</sup>. Toutefois, cette tendance récente est devenue un sujet de préoccupation. Les gérants investissent traditionnellement une part importante de leurs actifs en titres de dette peu risqués et liquides. Or ces actifs ont subi une baisse drastique de leurs rendements, avec le contexte dorénavant acté de taux d'intérêt « bas et pour longtemps ». Cela s'est traduit par une baisse des revenus des gérants qui ont cherché à en compenser l'impact par l'achat d'actifs plus rémunérateurs tels les obligations *corporate*. En zone euro, les fonds d'investissement ont augmenté la part des actifs notés BBB et *high-yield* : la part des actifs BBB représentait 15 % des portefeuilles obligataires à la fin de 2013, contre 20 % en 2019 et celle des actifs à haut rendement est passée de 29 % à la fin de 2013 à 34 % en 2019 (BCE, 2019b). Les détentions d'actifs très liquides dans les portefeuilles de titres de dette obligataire des fonds européens se sont au final considérablement érodées, de 40 % en 2013 à 30 % en 2018, là où à l'inverse, celle des actifs moins liquides a progressé (BCE, 2019b). Il en résulte une exposition croissante des fonds de la zone euro aux risques de contrepartie et de liquidité.

L'évolution des portefeuilles des fonds d'investissement européens est à mettre en perspective avec l'instabilité que créeraient des modifications brutales des comportements des investisseurs souscripteurs des parts de fonds. Si un fonds subit d'importantes demandes de rachats de parts des investisseurs alors qu'il est largement investi en titres peu liquides et risqués, cela pose inévitablement des questions en termes de décalage bilantiel et de capacité à faire face aux rachats, en cas de retraits massifs (les *runs*) et de panique des investisseurs finals<sup>23</sup>. Compte tenu de la taille des fonds gérés par l'industrie, cela engendre des problèmes de liquidité systémique qui pourraient affecter les cycles de prix d'actifs et l'économie réelle via la hausse des coûts de financement des entreprises.

Par ailleurs, les risques portés par l'industrie doivent être appréciés au regard des interconnexions entre les fonds et les autres acteurs du secteur financier, banques et assurances. L'étude du HCSF (2018)<sup>24</sup> met en avant un réseau dit de « petit monde », source de contagion et d'amplification des risques évidente. L'actif des fonds est en fait très relié au secteur financier (51 % de l'actif des fonds sont investis en titres émis par des entités du secteur financier – et 86 % dans le cas des fonds monétaires – avec une surreprésentation des émetteurs bancaires). Leur

passif est également très connecté au secteur financier, puisque 63 % des fonds sont détenus par ces acteurs, surtout celui des assurances. L'industrie de la gestion d'actifs est en résumé très connectée aux banques à l'actif, dont les fonds détiennent beaucoup d'émissions, et aux assureurs au passif, puisqu'ils en sont largement propriétaires.

Ces différentes hypothèses sont tout à fait identifiées par les régulateurs dans le monde<sup>25</sup> (mais aussi dorénavant par les investisseurs) comme une source éventuelle de risque de système pouvant affecter la stabilité financière et donc l'économie réelle<sup>26</sup>. En Europe, et dans cette perspective, la BCE envisage de créer de nouveaux outils prudentiels pour mieux maîtriser les sources de vulnérabilités liées à l'industrie de la gestion<sup>27</sup>.

Au fil des quarante dernières années, l'industrie de la gestion d'actifs s'est imposée comme un acteur majeur de l'intermédiation, la croissance des encours sous gestion en témoigne. Mais depuis quelques années, l'industrie fait face à une évolution défavorable de ses marges alors même que sa vulnérabilité à des risques est dorénavant explicite.

## NOTES

1. La déréglementation initiée aux États-Unis constitue un retour au *statu quo* hérité des années 1930 après la Grande Dépression. La réglementation est alors une réponse à l'instabilité créée par la crise au terme d'une longue phase de circulation internationale du capital qui a débuté au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle. Entre les années 1930 et 1980, l'idée d'une réglementation forte et d'une ouverture réduite des systèmes financiers domestiques est supposée en garantir la stabilité. La déréglementation des systèmes financiers domestiques s'inscrit en rupture avec ce paradigme.

2. L'approche théorique du gouvernement d'entreprise s'est conceptuellement intéressée à la relation entre propriétaires et dirigeants d'entreprises. Si l'on souhaite limiter les conflits d'intérêts entre les deux parties, la relation d'agence indique qu'un renforcement du pouvoir des actionnaires doit permettre de mieux contrôler les décisions des managers.

3. Les solutions d'investissement seront progressivement structurées de manière à améliorer la transparence de l'information et à attirer les encours sous gestion : la catégorie du fonds, la valorisation, les frais, les performances obtenues, le niveau de risque, la notation ou encore le caractère éligible du fonds à d'autres dispositifs (PEA, etc.) sont des informations qui se diffuseront auprès des investisseurs finals.

4. Le rapport du Commissariat du Plan (1987) anticipait la diversification des placements en se basant sur une tendance engagée par les caisses de retraite britanniques et américaines. S'agissant des fonds communs de placement, le rapport indique que la part des actifs financiers internationaux progresse effectivement (34 % en 1985, contre 19,9 % en 1979). Durant les années 1980, la composante étrangère dans les portefeuilles d'actifs financiers français reste néanmoins contenue : l'ouverture financière n'est alors que balbutiante et autorise une diversification internationale des portefeuilles limitée.

5. Une ordonnance bien antérieure, en date du 2 novembre 1945, prévoit la création de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF). La loi du 21 mars 1949 aboutit à la création d'une entité chargée essentiellement de gérer les titres financiers dont l'État est propriétaire après la Seconde Guerre mondiale, la Société nationale de l'investissement. L'ordonnance de 1945 n'a pas pour vocation principale la création d'entités privées et, de fait, celles-ci restent confidentielles (Tadjeddine et Cotta, 2011).

6. La part des actions cotées françaises détenues par les non-résidents, négligeable au milieu des années 1980, atteint des niveaux élevés dès les années 2000. Cette participation est surtout marquée dans le

capital des grandes entreprises françaises (23,5 % de la capitalisation française en 1993, contre 37 % en 1999, mais la part dans certaines sociétés cotées atteint 50 % pour les entreprises du CAC 40). La participation des non-résidents est rapidement dominée par les fonds américains qui suivent une stratégie de diversification internationale (Plihon et Ponsard, 2002). Selon une étude réalisée par Euronext (Rivard, 2019) sur l'évolution de la structure de l'actionnariat des entreprises cotées sur le CAC 40 et le SBF 120 entre 2012 et 2017, les gestionnaires d'actifs restent les premiers propriétaires du SBF 120 et du CAC 40. À la fin de 2017, ils détiennent 25,9 % du CAC 40 et 24,1 % de la capitalisation boursière du SBF 120 (contre respectivement 21,9 % et 20,2 % en 2012 à comparer avec une part des actionnaires particuliers qui passe de 9,4 % en 2012 à 4,6 % en 2017).

7. Les incitations visant à orienter l'épargne des Français vers les supports émis par les entreprises se révèlent durablement peu efficaces qu'il s'agisse de la collecte de l'assurance vie en unités de compte, de l'épargne durable ou de l'épargne retraite. La fiscalité reste encore aujourd'hui un élément d'incitation incontournable pour orienter l'épargne des Français vers les placements longs, en particulier les actions. Dans le cas des SICAV Monory, les achats nets d'actions françaises donnent lieu à des déductions sur le revenu jusqu'à un certain plafond. Le principe d'une réduction d'impôts plafonnée sur le revenu est également mis en place entre 1983 et 1988 pour le CEA. Ces dispositifs incitatifs sont maintenus par la suite sous différentes formes (abattements fiscaux pour les achats de valeurs mobilières, plan d'épargne en actions (PEA) créé en 1992 avec l'exonération d'impôts des revenus et des plus-values pour les placements en actions sur ces plans, etc.). Ces incitations se traduisent par une progression de l'épargne financière des Français avec une détention croissante d'actions dans leur patrimoine financier : elle est de 11 % en 1977 et atteint 30 % en 2001 (Commissariat du plan, 2002). Mais cette tendance se révèle en fait assez instable dans le temps : l'essentiel de la croissance de la part des actions est corrélé avec les bonnes performances des marchés boursiers et surtout les vagues successives de privatisations.

8. Sur les 657 sociétés de gestion qui opèrent en France à la fin de 2019 (AFG, 2020), une large majorité est indépendante de ces groupes, mais en termes d'actifs sous gestion, l'adossement aux groupes bancaires et d'assurance est très net.

9. Le fonds BlackRock est aujourd'hui emblématique de cette tendance puisqu'il est le gestionnaire d'actifs le plus important du monde avec une structure actionnariale indépendante et diversifiée (le plus gros actionnaire détient 22 % du capital du fonds en 2019). À l'inverse, Amundi, première société française de gestion d'actifs, est détenue à près de 69 % par le groupe Crédit Agricole en 2019.

10. Pour les sociétés de gestion françaises, la clientèle des institutionnels (ici entendue par opposition à la clientèle des particuliers) concerne les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les banques et les autres clients institutionnels. La clientèle institutionnelle représente 73 % des encours totaux sous gestion, contre 27 % pour les particuliers à la fin de 2017 (EFAMA, 2019a). Au sein de la clientèle des institutionnels, la part des assureurs atteint 51 % des actifs sous gestion, loin devant celle des autres investisseurs. Il s'agit là d'une surreprésentation atypique par rapport aux autres pays européens : en Europe, la clientèle institutionnelle (70 % des encours) est constituée à 28 % de fonds de pension, 25 % d'assureurs, 2 % de banques et 16 % d'autres investisseurs.

11. À titre de comparaison, l'allocation d'actifs de l'industrie de la gestion européenne à la fin de 2017 est répartie à 40 % en obligations, 32 % en actions et 7 % en *cash* et produits liquides. La part de l'allocation d'actifs des gérants britanniques laisse davantage de place encore aux actions (40 %, contre 32 % en obligations), ce qui traduit la surreprésentation au sein de la clientèle institutionnelle des fonds de pension traditionnellement plus favorables à la détention d'actifs boursiers (EFAMA, 2019a).

12. Jensen et Meckling (1976) formalisent la relation d'agence comme un contrat par lequel le principal recrute un agent afin de remplir en son nom une tâche donnée. La relation de délégation du principal à l'agent qui en résulte en situation d'information imparfaite suscite des réflexions sur les mécanismes de rémunération qui permettront d'aligner les incitations de l'agent avec les intérêts du mandant. Dans l'approche initiale, l'actionnaire dispose d'une place prépondérante au détriment des autres parties prenantes de l'entreprise, notamment les salariés. La délégation de pouvoir des actionnaires aux dirigeants des entreprises recouvre la manière dont les dirigeants des firmes rendent compte de leurs décisions aux actionnaires propriétaires, et explore en retour les mécanismes dont disposent ces derniers pour contrôler les actions des dirigeants.

13. L'approche traditionnelle met l'accent sur le face à face direct entre actionnaires et dirigeants d'entreprise tel qu'il existe avant l'émergence de l'industrie d'actifs. Cette vision a structuré la littérature. Braun (2019) en explique la genèse en observant l'influence de l'histoire du capitalisme américain. Au XIX<sup>e</sup> siècle le capitalisme américain est marqué par l'avènement des grandes sociétés par actions qui pour

Berle et Means (1932) acte la dispersion de la propriété entre un grand nombre d'actionnaires, et donc la séparation de la propriété et du contrôle des entreprises. Jusqu'à la crise de 1929, on observe un fort degré de concentration de l'actionnariat. JP Morgan ou Rockefeller sont des noms emblématiques de la puissance actionnariale de cette époque. Une seconde phase succède à cette période de concentration actionnariale avec l'adoption de lois antitrust après la crise de 1929. Le rééquilibrage se traduit par une dispersion de l'actionnariat. Les actionnaires espèrent que l'investissement en actions leur permettra de maximiser leurs perspectives de performances. Ils ne peuvent néanmoins pas peser sur les décisions des dirigeants en raison de leurs faibles niveaux de participations. Ce mouvement renforce cette fois l'idée d'un actionnariat faible car dispersé (les ménages américains vont détenir jusqu'à 94 % des actions américaines en 1945) face à un pouvoir managérial fort.

14. Aux États-Unis, Braun (2019) observe que cette nouvelle industrie a profondément modifié la répartition du capital des entreprises : la structure de propriété des actions américaines était composée à 94 % d'actionnaires individuels en 1945, contre 30 % en 2018. La montée en puissance de l'actionnariat institutionnel s'explique par les encours croissants placés par les ménages américains en fonds mutuels et en fonds de pension. Les gérants d'actifs attirent l'essentiel de l'épargne des ménages américains, conséquence de l'étendue du recours au financement des retraites par capitalisation (plans 401k).

15. L'implication des actionnaires dans la surveillance des dirigeants est coûteuse et fastidieuse car il s'agit d'exercer un contrôle conformément à des guides de bonne gouvernance portant sur des items nombreux tels que la qualité de gestion, les stratégies de développement ou de dépense, les choix de l'équipe de direction, etc. Le contrôle et l'engagement se mesurent par les interactions avec les dirigeants, le degré de participation aux assemblées des actionnaires, l'élaboration de propositions, etc. Les actionnaires ayant des niveaux de participations faibles ne sont pas incités à engager ces dépenses si l'amélioration de la gouvernance devait profiter aux autres actionnaires disposant de participations plus importantes.

16. Avec le développement de la gestion déléguée des encours institutionnels, la question des modalités permettant d'inciter les gérants français à exercer un contrôle sur les entreprises s'est imposée. Conséquentes de la part conséquente de la capitalisation boursière française dont les gérants assurent la gestion pour le compte de leurs clients, il s'est avéré nécessaire de proposer des incitations à l'exercice d'un gouvernement d'entreprise par les gérants. L'objectif est que les gérants, à qui on délègue la gestion des fonds, exercent une influence sur les entreprises même s'ils ne sont pas les propriétaires des fonds, tout simplement parce que cela est dans l'intérêt des investisseurs finals. Cette préoccupation a été relayée au sein de l'industrie de la gestion par l'Association française de la gestion financière (AFG). Dès 1997, l'AFG publie un code de déontologie destiné à inciter les gérants à exercer les droits de vote auxquels la détention d'actions leur donne droit au nom de leurs clients. La Loi de sécurité financière de 2003 et le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) confortent cette tendance. Un Code de recommandations sur le gouvernement d'entreprise est publié et actualisé par l'AFG à destination des sociétés de gestion depuis 1998. Pour les assister dans leurs votes, une veille a été mise en place en 2000 pour alerter les gérants sur des résolutions proposées lors des Assemblées générales des actionnaires des entreprises cotées au CAC 40 (puis au SBF 120). Depuis 2007, un nouvel axe guide les Recommandations au regard de critères d'investissement socialement responsable. Selon l'AFG, la sensibilité et la contribution des gérants aux décisions des entreprises sont en progression. Voir les sites : [http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2017/01/Recommandations\\_sur\\_le\\_gouvernement\\_d\\_entreprise\\_2019.pdf](http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2017/01/Recommandations_sur_le_gouvernement_d_entreprise_2019.pdf) et <https://www.afg.asso.fr/categorie-de-document/documentation/alertes-ag-sbf-120/2019/>.

17. La gestion indicielle est née aux États-Unis : elle consiste à répliquer la performance d'un indice de référence représentatif d'une classe d'actifs. Elle s'oppose à la gestion active qui prétend que les gérants obtiendront des surperformances grâce au processus de sélection de titres porteurs de performance et repose implicitement sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Moins coûteuse que les fonds investis en gestion active, la gestion passive connaît une croissance des encours sous gestion depuis dix ans sous la forme de fonds indiciels ou de fonds *exchange traded funds* (ETF)<sup>17</sup>. Les ETF ont comme spécificité de proposer une cotation en continu, par opposition aux fonds indiciels classiques qui proposent une valorisation quotidienne. Le premier fonds indiciel (Vanguard 500 Index Fund) est créé en 1976. En Europe, ces fonds apparaissent vers 2000. Leur succès est modeste jusqu'à la crise financière. Les encours sous gestion ont vraiment fortement augmenté depuis, en passant de 220 Md\$ en 2009 à 500 Md\$ en 2015, et à 1 000 Md\$ sur les cinq dernières années. La croissance de la gestion passive est globalement significative depuis 2013 au niveau mondial.

18. La question est de savoir si la réduction des incitations au *monitoring* est plus forte lorsqu'il y a concentration des encours sous gestion en un nombre très réduit de gérants et qu'en outre, ces gérants gèrent leurs fonds de manière passive. Bebchuk et Hirst (2019b) passent en revue différents items supposés révéler la réalité de leur implication en matière de gouvernement d'entreprise. Ils tentent d'évaluer empiriquement le degré d'implication des trois grands fonds indiciels (contrôle, vote en assemblée générale, degré d'implication, etc.). La taille des « trois géants » de la gestion indicielle américains y invite au regard de leur participation dans les entreprises américaines. Les auteurs proposent une vision empirique pour mesurer cela au regard de plusieurs critères. Les ressources affectées par les trois grands gestionnaires américains apparaissent extrêmement limitées relativement à ce que justifierait une analyse exhaustive de l'ensemble des sociétés dans lesquelles ils ont des participations, ce qui conduit à douter de leur capacité à s'impliquer dans la gestion des entreprises. Les auteurs listent les défaillances des gérants indiciels en matière d'engagement, comme leur sensibilité réduite au choix des dirigeants ou leur polarisation sur les seules déviations par rapport à des principes de gouvernance au détriment d'autres aspects comme la performance financière. Ce sont autant d'arguments qui valident l'existence de problèmes d'agence majeurs pour les fonds indiciels alors même que leur taux de détention dans les entreprises américaines est très conséquent. L'attention supposée des gérants indiciels à la gouvernance et la mise en place d'outils permettant d'en démontrer l'existence ne sont donc pas démontrées. Finalement, les gérants ne sont pas incités à s'impliquer dans la gestion des sociétés et ils votent souvent en accord avec les décisions des dirigeants.

19. Si un gérant de très grande taille détient des participations dans plusieurs sociétés d'un même secteur, il est peu profitable qu'une d'entre elles affiche de meilleurs résultats que ses concurrentes à la suite de l'implication du gérant dès lors que cela conduirait à une dépréciation de la valeur des autres entreprises incluses elles aussi dans le portefeuille.

20. Le degré de concentration de l'industrie, mais aussi la nature, la taille des acteurs et leurs styles de gestion constituent par conséquent des éléments déterminants pour évaluer les risques associés à une détention actionnariale croissante par les gérants d'actifs. En France, l'AMF (2019c) constate que la concentration des actifs gérés par quelques acteurs est conséquente. Les cinq premiers acteurs pilotent 40 % de la gestion collective et 69 % de la gestion sous mandat. Si l'on élargit aux vingt acteurs, la concentration atteint 66 % pour la gestion collective et 92 % de la gestion sous mandat.

21. En injectant de larges sommes dans des sociétés déficitaires, Softbank espère en gonfler artificiellement la valeur avant d'en revendre les actions au plus haut. Si le conglomérat s'est retiré à temps pour Uber (à l'introduction de Uber en bourse en mai 2019, Softbank a gagné 9 Md\$, puis l'action a perdu plus de 40 % de sa valeur dans les six mois suivants), il n'en est pas de même pour WeWork, puisque le plan de sauvetage de 9 Md\$ annoncé en septembre 2019 n'a pas empêché le retrait du projet d'introduction en bourse (Ongweso, 2019).

22. Selon de Guindos (2019), la moitié des émissions obligataires *corporate* de la zone euro est détenue par les fonds d'investissement, les assureurs et les fonds de pension, contre 7 % seulement par les banques. La taille du secteur non bancaire de la zone euro atteint 46 Md€ en juin 2019 ; elle se répartit entre les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance, les fonds de pension et autres institutions financières (BCE, 2019b).

23. De fait, des épisodes récents de plusieurs fonds illustrent que ces problèmes de liquidité n'ont rien d'hypothétique (fonds obligataires français H2O, fonds actions britannique Neil Woodford ou le *hedge fund* suisse GAM). En 2018 et 2019, et à la suite des demandes de retraits, ces fonds ont dû suspendre les demandes de rachats faute d'actifs liquides. La crainte est que de tels épisodes de *runs* des souscripteurs de parts entraînent des ventes forcées par les gérants, qui, si elles sont massives et mises en œuvre par plusieurs grands fonds, entraînent de fortes baisses des prix d'actifs sur ces compartiments les moins liquides, et continuent d'alimenter le choc de demandes de rachats à grande échelle qui aggravent à leur tour la baisse des prix. L'étude de Bellando *et al.* (2019) montre que de mauvaises rentabilités de court terme déclenchent effectivement des flux sortant des fonds obligataires français.

24. L'étude (réalisée par Kheira Benhami, Caroline Le Moign, Dilyara Salakhova et Alexandre Vinel) cherche à donner une représentation cartographiée des interconnexions entre les types d'acteurs de l'intermédiation en France : gestionnaires d'actifs, assureurs et banquiers. Elle porte sur la période 2008-2016 et sur un échantillon de 10 241 fonds français, soit 1 450 Md€ d'encours. L'étude s'efforce d'estimer les risques de propagation que génèrent les interdépendances compte tenu de la faible densité du réseau : la question des impacts de ventes forcées à la suite de rachats massifs, par exemple, pourrait occasionner de graves perturbations sur les autres acteurs.

25. La prévention des risques de liquidité passe par la recherche de mécanismes visant à s'assurer que les fonds puissent contenir les demandes de rachats en cas d'épisode de stress généré par la recherche du « *first mover advantage* ». L'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) propose des recommandations aux fonds d'investissement ouverts pour la gestion du risque de liquidité (*liquidity risk management* ou LRM) en 2018. Le 18 juillet 2019, un bilan est dressé sur cette base (« *Statement on IOSCO Liquidity Risk Management Recommendations for Investment Funds* », <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS539.pdf>). Il s'agit en particulier de s'assurer que les mesures de gestion des risques de liquidité (plafonnement ou suspensions des rachats, cantonnement des actifs illiquides, *swing pricing* ou *gates*) restent des outils de gestion *ex post* du risque. L'AFG propose de son côté aux sociétés de gestion françaises une palette d'outils de gestion de la liquidité selon l'état de sa dégradation : conditions normales : *swing pricing*, plafonnement des rachats, cantonnement ou suspension. Le *swing pricing* consiste à faire prendre en charge les coûts de transactions aux investisseurs qui demandent le rachat de leurs parts et non aux fonds. Cet outil qui vise à limiter les incitations aux retraits des investisseurs est assez répandu au sein des sociétés de gestion. Son efficacité face à une crise de liquidité est discutée par la BRI (<https://www.bis.org/publ/work664.pdf>) ou le FMI (<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/11/01/Swing-Pricing-and-Fragility-in-Open-end-Mutual-Funds-48729>).

26. L'industrie de la gestion d'actifs est soumise à une plus grande surveillance des régulateurs. Depuis peu, des méthodes visant à quantifier les risques contenus dans l'industrie sont mises en œuvre à l'image de celles qui ont été déployées pour le secteur bancaire. C'est le cas des *stress tests*. Grillet-Aubert (2018) propose une classification des méthodologies et constate : « Le développement de ces *stress tests* s'inscrit ici dans un processus d'extension à l'ensemble des secteurs financiers de pratiques de supervision initialement bancaires, mais aussi par l'adoption d'une perspective transversale sur les risques de marché (illiquidité, contagion). » D'autres institutions proposent des méthodologies alternatives de *stress tests*, comme l'ESRB (2018) pour les fonds d'investissement (<https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2018/html/esrb.pr180214.en.html>) à la suite des travaux du FMI (2015) sur les fonds obligataires ([https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text\\_v3.pdf](https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text_v3.pdf)).

27. Pour de Guindos (2019), « (...) *we should embark on developing a macroprudential framework for the non-bank financial sector, which is still in its infancy. Additional policy instruments should ensure that non-banks can sustain their financing of the real economy under different economic conditions. They should aim to mitigate risks related to procyclical risk taking and excessive leverage, liquidity and maturity transformation. One could consider macroprudential restrictions on fund leverage and additional liquidity management tools that align redemption terms more closely with the liquidity of funds' assets, for example. The policy tools should also provide incentives for non-banks to internalise the impact that their actions have on the rest of the financial system and the real economy* ».

124

## BIBLIOGRAPHIE

AARON C., BILON I., GALANTI S. et TADJEDDINE Y. (2005), « Les styles de gestion de portefeuille existent-ils ? », *Revue d'économie financière*, n° 81, pp. 171-188.

AFG (Association française de gestion) (2017a), « La nouvelle révolution industrielle de la gestion d'actifs au service de l'épargnant », *études éco*, janvier.

AFG (2017b), *Guide de gouvernance des sociétés de gestion*, janvier, 24 p., [http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2016/12/2017\\_01\\_Guide\\_gouv\\_SGP.pdf](http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2016/12/2017_01_Guide_gouv_SGP.pdf).

AFG (2019a), « Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2018, 17<sup>ème</sup> édition », *études éco*, mai, 24 p.

AFG (2019b), « Panorama du marché français de la gestion pour compte de tiers », *études éco*, avril.

AFG (2019c), *Rapport d'activité 2018*, 35 p., <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2019/06/afg-rapport-activit-2018-web.pdf>.

AFG (2020), « Panorama du marché français pour compte de tiers », mars, 8 p., <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2020/03/afgcorech-panoramaf-200327web.pdf>.

AGLIETTA M. et VALLA N. (2017), *Macroéconomie financière*, La Découverte.

- AMF (Autorité des marchés financiers) (2017), « Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques – Le cas du marché français », *Risques et tendances*, février, 32 p.
- AMF (2018), *Chiffres clés 2017 de la gestion d'actifs – Les encours des sociétés de gestion*, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/chiffres-cles-2017-de-la-gestion-dactifs-les-encours-des-societes-de-gestion>.
- AMF (2019a), « Lettre d'observatoire de l'épargne », n° 32, février, [https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu\\_simple/lettre\\_ou\\_cahier/lettre\\_observatoire/Lettre%20de%20l%27Observatoire%20de%20l%27epargne%20de%20l%27AMF%20-%20Ndeg%2032%20-%20Fevrier%202019.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/lettre_ou_cahier/lettre_observatoire/Lettre%20de%20l%27Observatoire%20de%20l%27epargne%20de%20l%27AMF%20-%20Ndeg%2032%20-%20Fevrier%202019.pdf).
- AMF (2019b), *Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs – Les encours des sociétés de gestion*, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/chiffres-cles-2018-de-la-gestion-dactifs-les-encours-des-societes-de-gestion>.
- AMF (2019c), *Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs – Le profil des sociétés de gestion*.
- AMF (2019d), « Priorités 2019 de l'AMF », 11 p., [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-01/2019\\_01\\_prioritesaction2019amf\\_1.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-01/2019_01_prioritesaction2019amf_1.pdf).
- ARENA L., ORIOL N. et VERYZHENOV I. (2018), « Too Fast, Too Furious? Algorithmic Trading and Financial Instability », *Systèmes d'information et management*, n° 23, pp. 81-106.
- BCE (Banque centrale européenne) (2016), « Household Finance and Consumption Network », n° 18, décembre, 139 p., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp18.en.pdf>.
- BCE (2019a), « Macroprudential Liquidity Tools for Investment Funds – A Preliminary Discussion », *Macroprudential Bulletin*, n° 9, octobre, [https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu201810\\_03.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu201810_03.en.html).
- BCE (2019b), *Financial Stability Review*, novembre, <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201911-facad0251f.en.html#toc1>.
- BEAUBRUN-DIANT K. et GHALIM M. (2017), « Le CAC 40 et les non-résidents », Conseil d'analyse économique, *Focus*, n° 021-2017, 11 p.
- BECHUK L. A. et HIRST S. (2019a), « Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy », European Corporate Governance Institute (ECGI), *Law Working Paper*, n° 433/2018, mai ; *Columbia Law Review*, vol. 119, décembre, pp. 2029-2146 ; European Corporate Governance Institute (ECGI), *Law Working Paper*, n° 433/2018 ; Harvard Law School John M. Olin Center, *Discussion Paper*, n° 986. Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3282794>.
- BECHUK L. A. et HIRST S. (2019b), « The Specter of the Giant Three », *Boston University Law Review*, vol. 99, pp. 721-741 ; Harvard Law School John M. Olin Center, *Discussion Paper*, n° 1004 ; European Corporate Governance Institute (ECGI), *Finance Working Paper*, n° 608/2019. Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3385501> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3385501>.
- BELLANDO R. (2012), « The Bias in Standard Measures of Herding », *Economics Bulletin*, vol. 32, n° 2, pp. 1531-1538.
- BELLANDO R., CAPOTA L. et GALANTI S. (2019), « The Impact of Return Shocks on Mutual Funds' Flows: an Empirical Study of French Bond Mutual Funds », Université d'Orléans, DR LEO 2019-18, *Working Paper*.
- BERLE A. et MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Transactions Publisher.
- BLIMAN M., BRUNO C. et LE CACHEUX J. (1993), « L'espace bancaire et financier européen », *Revue de l'OFCE*, vol. 43, pp. 183-241.
- BOLTON P., SCHEINKMAN J. et XIONG W. (2006), « Executive Compensation and Short-Termist Behavior in Speculative Markets », *Review of Economic Studies*, n° 73, pp. 577-610.
- BRAUN B. (2019), « The Great Re-Concentration and the Eclipse of Ownership the Political Economy of American Asset Manager Capitalism », 34 p., <https://ces.fas.harvard.edu/uploads/files/events/2019-10-01-Great-Reconcentration.pdf>.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (1987), *Perspectives du financement de l'économie française*, tome 3, La Documentation Française, décembre, 293 p.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2002), *La place des actions dans le patrimoine des ménages : mesures et comparaisons internationales*, tome 3, La Documentation Française, avril, 121 p.

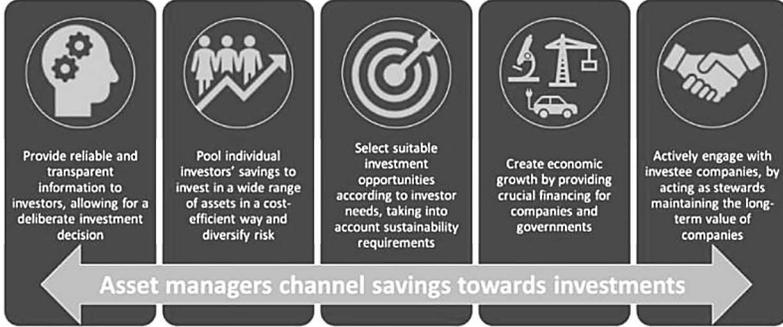
- DE GUINDOS L. (2019), « Opportunities and Challenges for the Euro Area Financial Sector », Opening speech at the 22nd Euro Finance Week, Frankfurt am Main, 18 novembre, <https://www.bis.org/review/r191118b.htm>.
- EFAMA (2018), « Asset Management in Europe, 10th Edition Facts and Figures, an Overview of Asset Management Industry », septembre, 14 p.
- EFAMA (2019a), « Asset Management in Europe: an Overview of Asset Management Industry, 11th edition Facts and Figures, an overview of Asset Management Industry », septembre, 15 p.
- EFAMA (2019b), « Ownership of Investment Fund in Europe », février, 31 p.
- EPSTEIN G. et MONTECINO J. A. (2016), *Overcharged. The High Cost of High Finance*, Roosevelt Institute Report.
- FMI (Fonds monétaire international) (2015), « The Asset Management Industry and Financial Stability », *Global Financial Stability Report*, chapitre 3, avril.
- FINK L. D. et NOVICK B. G. (2018), « Trends in Global Asset Management: the Rise of Index Investing », Banque de France, *Financial stability Review*, n° 22, avril, pp. 49-61.
- GABAIX X., GOPIKRISHNAN P., PLEUROU V. et STANLEY H. E. (2003), « A Theory of Power-Law Distributions in Financial Market Fluctuations », *Nature*, n° 423, pp. 267-270.
- GABAIX X., GOPIKRISHNAN P., PLEUROU V. et STANLEY H. E. (2006), « Institutional Investors and Stock Market Volatility », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n° 2, pp. 461-504.
- GELOS G. et OURA H. (2015), « Asset Management and Financial Stability », *VOX CEPR Policy Portal*, 25 juillet.
- GRILLET-AUBERT L. (2018), « Macro stress tests : quelle portée pour les marchés et la gestion d'actifs ? », AMF, *Risques et tendances*, juin, 50 p.
- HCSF (Haut Conseil de stabilité financière) (2018), « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français », 22 juin, 25 p., <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/le-hcsf-publie-une-analyse-des-interconnexions-entre-la-gestion-dactifs-et-le-reste-du-systeme> 22 juin 2018.
- HENDERSHOTT T., JONES C. M. et MENDKVELD A. J. (2011), « Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 1, pp. 1-33.
- JAMES K. R., MITTENDORF D., PIRRONE A. et ROBLES-GARCIA C. (2019), « Does the Growth of Passive Investing Affect Equity Market Performance: a Literature Review », FCA, *Research Note*, février, 16 p., <https://www.fca.org.uk/publication/research/research-note-does-growth-passive-investing-affect-equity-market-performance.pdf>.
- JEFFERS E. et PLIHON D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'économie financière*, n° 63, pp. 137-152.
- JENSEN M. et MECKLING W. H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, octobre, pp. 305-360.
- KONCZAL M., MASON J. W. et PAGE-HOONGRAJOK A. (2015), *Ending Short-Termism: an Investment Agenda for Growth*, Roosevelt Institute Report, New York.
- KPMG (2019), *A Sea of Voices – Evolving Asset Management Regulation Report*, 60 p., juin, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/06/a-sea-of-voices-eamr2019.pdf>.
- LAKONISHOK J., SHLEIFE A. et VISHNY R. (1992), « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n° 1, pp. 23-44.
- LAZONICK W. (2014), « Profits without Prosperity », *Harvard Business Review*, septembre.
- MANCONI A., MASSA M. et YASUDA A. (2012), « The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007-2008 », *Journal of Financial Economics*, n° 104, pp. 491-518.
- MASON J. W. (2015), *Disgorge the Cash: the Disconnect Between Corporate Borrowing and Investment*, Roosevelt Institute Report, [www.rooseveltinstitute.org](http://www.rooseveltinstitute.org).
- MASON J. W., KONCZAL M. et PAGE-HOONGRAJOK A. (2015), *Ending Short-Termism: an Investment Agenda for Growth*, Roosevelt Institute Report, New York.

- OCDE (2019), *Statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels 2019*, éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/g2g9fba1-fr>.
- ONGWESO E. (2019), « WeWork's Implosion Shows How SoftBank Is Breaking the World », Motherboard.vice.com, 23 octobre.
- PLIHON D. et PONSSARD J.-P. (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Les études de La documentation française, février, 183 p.
- PWC (2018), *Asset & Wealth Management Revolution: Pressure on Profitability*, octobre, 28 p., <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/pressure-on-profitability.html>.
- PWC (2020), *Asset Management 2020: a Brave New World*, 40 p., <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/asset-management-2020-a-brave-new-world.html>.
- RIVARD N. (2019), « Qui sont les actionnaires du CAC 40 et du SBF 120 ? », 8<sup>ème</sup> Euronext Annual Conférence, 15 janvier.
- SÉNAT (1988), *Rapport du Sénat au nom de la Commission des lois (1988), première session ordinaire de 1988-1989*, n° 85, 25 juin.
- SUSHKO V. et TURNER G. (2018), « The Implications of Passive Investing for Securities Markets », *BIS Quarterly Review*, mars, 19 p., [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1803j.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803j.pdf).
- TADJEDDINE Y. et COTTA J.-C. (2011), « La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous », *Revue d'économie industrielle*, vol. 134, n° 2, pp. 159-176.
- VILAIN (1989), « La réglementation des placements est-elle vraiment contraignante ? », *Revue d'économie financière*, vol. 11, pp. 151-174.

**ANNEXE**

**Figure**  
**Les rôles clés de la gestion d'actifs**

2.1: Asset Management's Key Roles



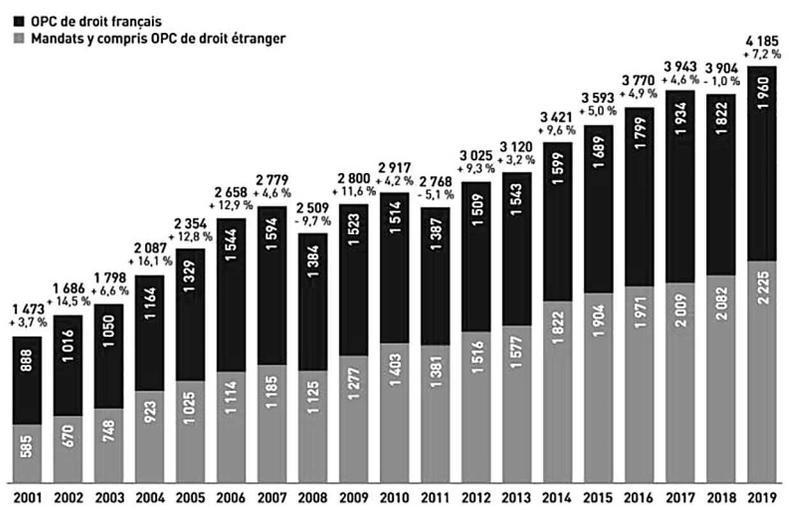
Source : EFAMA (2019a), <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/AssetManagementReport2019.pdf>.

**Graphique**

**Évolution des actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français**

128

**Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français** (montants en milliards d'euros)



Source : AFG (2020), <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2020/03/afgcorech-panoramaf-200327web.pdf>.