

ACTIONS FRANÇAISES : INTERACTIONS ENTRE LA GESTION DE PORTEFEUILLE ET LA NÉGOCIATION EN BOURSE

MARIANNE DEMARCHI * ET SOLENN THOMAS **

Pour la première fois en France, une enquête approfondie a été réalisée auprès des plus grands gérants actions françaises sur leur processus de gestion, leurs techniques de transactions et leurs attentes vis-à-vis du marché de Paris. Un questionnaire détaillé, s'intéressant à l'ensemble du processus conduisant de la décision d'investir à la réalisation de l'objectif d'investissement, a été soumis aux responsables de la gestion et de la négociation actions de 36 établissements. Ces institutions gèrent au total 385 milliards de francs, soit environ 90 % de la gestion actions françaises pour compte de tiers ou encore 17 % de la capitalisation boursière ¹. Parmi ces 36 établissements, 29 sont des établissements de crédit, 6 des compagnies d'assurance et l'un d'entre eux est une société de gestion indépendante.

107

Le poids relatif des investisseurs institutionnels français, resté relativement stable au cours des quinze dernières années, est cependant appelé à augmenter progressivement au cours des prochaines années, sous l'effet notamment du développement des fonds de pension, mais aussi parce que le contexte des taux d'intérêt relativement bas devrait produire des réallocations des placements des ménages en faveur des actions.

* *Chargée d'études, Direction des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris, CETFI-Université Aix-Marseille III.*

** *Chargée d'Etudes Statistiques, Direction des Etudes et de la Stratégie, SBF-Bourse de Paris.*

1. *Structure du questionnaire : Par souci de cohérence, l'ensemble des caractéristiques quantitatives (montants et délais de réalisation des objectifs d'investissement et des ordres) concernent le plus gros OPCVM ou portefeuille investi en actions françaises géré dans chaque établissement. La plupart des questions sont en outre déclinées en fonction de deux catégories de valeurs, les titres de l'indice CAC 40, d'une part, et les valeurs de moyenne capitalisation (inférieure à 1 Milliard de Francs), d'autre part.*

L'enquête est scindée le cas échéant en deux questionnaires destinés à deux personnes différentes, le gérant en charge du plus gros OPCVM ou portefeuille investi en actions françaises et le responsable de la négociation actions. Les établissements interrogés se distinguent en effet selon qu'ils disposent ou non d'une table de négociation interne dédiée aux actions. Dans un cas, le gérant transmet lui-même ses ordres à la Société de Bourse, alors que dans l'autre cas cette fonction revient au responsable de la négociation, qui centralise et négocie avec les Sociétés de Bourse les ordres émanant des gérants actions françaises de l'établissement. Au total, 52 personnes ont été interrogées, soit 16 gérants, 16 négociateurs et 20 « gérants-négociateurs ».

Il devenait donc important de mieux comprendre la logique des relations de ces gérants avec le marché, leurs habitudes de négociation et leurs attentes éventuelles en terme d'évolution de l'organisation et du fonctionnement de la Bourse. L'étude des besoins et des techniques utilisées devrait permettre de caractériser l'activité des différents types d'établissements et de poser les bases d'une réflexion sur les structures de marché paraissant les mieux adaptées à leurs spécificités.

L'enquête s'intéressait à trois thèmes principaux : le processus de gestion, les techniques de transaction et la perception de la liquidité et de la qualité du marché de Paris. Nous traiterons dans cet article des deux premiers, en mettant l'accent sur l'attention portée par les gérants français à la qualité de l'exécution en bourse de leurs décisions d'investissement et aux techniques de transaction utilisées en fonction de leurs caractéristiques et de leurs objectifs de gestion. Nos résultats seront mis en perspective avec ceux d'études similaires réalisées auprès d'investisseurs américains (Economides & Schwartz, 1994) et européens (Steil & Schwartz, 1996).

Caractéristiques de la gestion actions françaises

La gestion en actions françaises est principalement une gestion qualitative...

108

La gestion en actions françaises est, pour 90 % des encours couverts par cette enquête, une gestion qualitative, orientée sur les données fondamentales des entreprises. Ce type de gestion est utilisé par la quasi-totalité des investisseurs, dont 70 % pour plus de 80 % de leurs encours et 28 % pour la totalité de leur gestion qui est évaluée au total à environ 120 milliards de francs. La moitié des établissements utilise à la fois une analyse macro-économique de type *Top Down* pour l'allocation des actifs et une approche *Bottom Up* pour la sélection des actions composant le portefeuille.

Par opposition à la gestion qualitative, la gestion dite quantitative, qui consiste à se fixer a priori un objectif de performance par rapport à un indice de référence, en prévoyant les rentabilités et les risques associés aux actifs, est utilisée pour 10 % des encours couverts par cette enquête. Parmi les établissements interrogés, 11 % appliquent exclusivement ce type de gestion pour un total de 3,64 milliards de francs (soit 0,9 % des encours actions françaises couverts par l'enquête) et près de la moitié des gérants, parallèlement à la gestion qualitative, pour plus de 10 % de leurs encours. Dans le cadre de cette enquête, seront définis comme « quantitatifs » les établissements gérant plus de 50 % de leurs encours selon des méthodes quantitatives. La gestion quantitative englobe ici les gestions indicielle (la plus répandue, consiste à répliquer la rentabilité d'un indice de référence), active (dont le but est de

surperformer la rentabilité de l'indice), garantie et l'analyse technique ou « chartiste » (fondée sur l'évolution passée des cours).

L'horizon de placement de l'ensemble des portefeuilles actions françaises est de trois ans en moyenne mais la performance des portefeuilles est évaluée sur une durée plus courte, l'objectif de performance étant en moyenne inférieur à un an. Cette différence pourrait s'expliquer par le suivi mensuel voire hebdomadaire des performances qui impose aux gérants une optimisation régulière des portefeuilles. En cohérence avec la durée moyenne d'investissement, les gérants ne réalisent qu'un pourcentage marginal de leurs opérations à très court terme. Pratiquement aucun gérant ne réalise des opérations sur une journée, ni même sur une semaine. En revanche, 64 % des gérants conservent une valeur au moins un an, et ce pour plus de la moitié de leurs transactions.

...essentiellement motivée par des facteurs informationnels...

Les gérants ont été interrogés sur les facteurs spécifiques à une valeur et les facteurs de gestion motivant leurs décisions d'investissement. Par un souci d'homogénéité, les réponses concernent le plus gros fond géré dans l'établissement.

Parmi les facteurs à l'origine des décisions d'investissement, l'information de nature fondamentale, spécifique à une valeur est sans conteste le facteur déterminant les décisions d'investissements des gérants, 80 % d'entre eux le citant comme intervenant le plus souvent.

De même, les recommandations des analystes sur les valeurs et les informations économiques interviennent dans plus de la moitié des décisions d'investissement pour les deux tiers et la moitié des investisseurs. Les signaux chartistes, indiquant un signal d'achat ou de vente, motivent assez souvent voire souvent les transactions pour 36 % des investisseurs.

D'autres facteurs, non informationnels, peuvent également motiver les investissements des gérants. Les rachats et les souscriptions de parts du fonds géré (ou d'actions de la SICAV) motivent plus de la moitié des décisions d'investissement pour 42 % des personnes interrogées et ces opérations sont réalisées quotidiennement par près de la moitié des gérants. Enfin, pour le tiers des investisseurs français, les réallocations de portefeuilles, dont le rythme est principalement mensuel à trimestriel, motivent plus de la moitié des décisions d'investissement.

...et souvent assortie de critères de liquidité

Parallèlement aux facteurs motivant traditionnellement les décisions d'investissement, la liquidité apparaît jouer un rôle déterminant dans la sélection des valeurs. Plus du tiers des gérants (39 %) accordent à la liquidité une très grande importance et plus de la moitié une importance

assez grande. Par ailleurs, la liquidité du marché de Paris est jugée favorablement² par l'ensemble des investisseurs et l'appréciation est d'autant plus positive que les personnes interrogées sont proches du marché (meilleures notes attribuées par les responsables de la négociation actions).

Plus précisément, la quasi-totalité des gérants prévoit des conditions de liquidité préalables au choix des valeurs pour leur plus gros fonds actions françaises. Pour ces investisseurs, le processus de sélection des valeurs repose sur les critères de liquidité tels que le volume de transaction, le flottant ou nombre de titres mis à la disposition du marché, la taille ou capitalisation boursière ou encore le mode de cotation des valeurs.

Ces conditions de liquidité expriment la volonté des gérants de pouvoir intervenir facilement sur une valeur dans des conditions de prix favorables et suggèrent la préférence d'une majorité de gérants pour les grandes capitalisations. Les investisseurs institutionnels investissent en effet majoritairement sur les valeurs les plus capitalisées. En moyenne, les portefeuilles actions françaises sont composés pour plus des deux tiers en valeurs du CAC 40 et pour un quart en valeurs du SBF 120 hors CAC 40, le reste étant investi en valeurs du SBF 250 et en actions de capitalisation inférieure à un milliard de francs.

110

Essai de typologie de la gestion actions françaises

Afin de synthétiser l'ensemble des caractéristiques de gestion précédemment décrites, une analyse factorielle a été employée de façon à mettre en évidence les oppositions et les similitudes majeures au sein de la population étudiée. Cette approche permet d'établir une ébauche de typologie, en fonction des caractéristiques clés des établissements, telles que la taille, le type de gestion, la relation avec les intermédiaires, l'horizon de placement, le taux de rotation etc.

L'analyse aboutit à une partition en trois groupes d'établissements, qui se distinguent principalement selon leur taille (montant des actifs gérés en actions françaises) et leur type de gestion (gestion uniquement qualitative, gestion majoritairement quantitative, gestion combinant les deux approches). En lien avec ces deux déterminants, chaque groupe se caractérise *relativement aux autres* par des spécificités particulières en matière de gestion.

Les établissements gérant les encours les plus élevés (et les fonds les plus importants) sont ceux dont le type de gestion est « mixte » (majoritairement qualitatif mais ayant recours à des méthodes quantita-

2. La liquidité des valeurs du CAC 40 est considérée comme très satisfaisante, la note moyenne attribuée s'établissant à 4,4 (sur une échelle de 1 à 5). Les valeurs du SBF 120 (hors CAC 40) reçoivent une note satisfaisante de 3,3. Les valeurs de capitalisation moyenne présentent une liquidité globalement contraignante, avec une note moyenne de 2,3.

tives). Ils s'opposent aux établissements de petite taille (encours géré et fonds), qui correspondent en outre à ceux définis comme quantitatifs (plus de 50 % des encours gérés selon des méthodes quantitatives). Cette dernière catégorie se trouve par ailleurs opposée aux établissements purement (100 %) qualitatifs, qui ne se distinguent pas des autres selon la taille (encours géré plutôt élevé mais fonds de taille moyenne) mais selon le type de gestion.

Le tableau ci-dessous dresse le « panorama » issu de l'analyse, dans lequel on peut trouver les caractéristiques de gestion les plus proches de chacun des trois groupes.

Tableau 1 :
Panorama de la gestion actions françaises

	Gestion quantitative (pour plus de 50 % des encours)	Gestion « mixte » (1 à 50 % des encours gérés selon des méthodes quantitatives)	Gestion qualitative (100 % des encours)
En % du nombre d'établissements	19 %	53 %	28 %
Encours gérés en actions françaises (moyenne)	2 134 MF	16 889 MF	12 110 MF
Montant du plus gros fonds ou OPCVM (moyenne)	651 MF	4 549 MF	1 406 MF
Objectif d'investissement Taille Normale (moyenne)			
CAC 40	< 16 MF	23 à 44 MF	20 à 35 MF
Valeurs moyennes	< 3 MF	2 à 5 MF	4 à 7 MF
Table de négociation	non	oui	
Nombre de Sociétés de Bourse	< 8	> 8	
Cible de la gestion	SBF 120	CAC 40	CAC 40 et SBF 250 hors SBF 120
Critères de liquidité pour la sélection des valeurs		oui	non
Méthodes de gestion employées	gestion tiltée gestion indicielle gestion garantie	Top Down et Bottom Up gestion garantie gestion indicielle	Top Down et Bottom Up Top Down et Bottom Up
Taux de rotation annuel	> 100 %	50 à 100 %	< 50 %
Part de la clientèle institutionnelle	> 50 %	< 50 %	> 50 %
Horizon de placement	> 3 ans		
Contrôle des Sociétés de Bourse dans l'exécution des ordres	systématique et automatisé	systématique mais non automatisé	non systématique
Contrôle de la qualité de l'exé- cution des Sociétés de Bourse	contrôle du prix et du délai ou de la quantité	contrôle du prix et du délai ou de la quantité	contrôle du prix

111

N.B. : les cellules grisées indiquent que l'item considéré ne caractérise pas particulièrement le groupe étudié.

Cette typologie fondée sur des oppositions de taille et de méthodes de gestion renvoie implicitement à une typologie des besoins et des priorités en matière d'exécution des ordres. En effet, des décisions d'investissement portant sur des montants différents peuvent être à l'origine d'exigences diverses vis à vis du marché, notamment en terme de rapidité et de qualité d'exécution, et d'utilisation de techniques de transactions variées.

Caractéristiques de la négociation actions françaises

Une fois la décision d'investissement prise, les gérants doivent négocier leurs ordres en bourse. Les modalités d'exécution des ordres peuvent dépendre de leur taille, de la liquidité du marché, des facteurs motivant la transaction, ou encore de la volonté d'obtenir une exécution rapide et sont susceptibles d'avoir un impact sur les coûts générés par la réalisation de la transaction et, par conséquent, sur la performance des portefeuilles.

D'après notre enquête, les investisseurs français, comme leurs homologues anglo-saxons, apparaissent très sensibles à la qualité de l'exécution de leurs ordres en bourse, ce qui se traduit par les critères de sélection de leurs intermédiaires, le souhait très marqué de maîtriser les coûts de transaction et par l'utilisation de techniques de négociation adaptées à leurs caractéristiques et à leurs contraintes de gestion.

112

L'importance accordée à la qualité de l'exécution est notable : au niveau des relations avec les intermédiaires, ...

Dans le choix des intermédiaires, les gérants privilégient avant tout les critères de qualité des services directement liés au marché : la qualité de l'exécution (prix de la transaction, volume réalisé) est considérée comme le second critère le plus important par 70 % des gérants, précédé par la qualité de la recherche (81 % des gérants) et suivi par la qualité des informations sur le marché (33 %) et la discrétion dans la réalisation des transactions (33 %).

Parallèlement, la quasi totalité des gérants exerce un contrôle systématique, voire automatisé, de la performance des sociétés de bourse dans l'exécution des ordres. Tous les gérants évaluent la qualité de l'exécution au moins sur la base de l'écart entre les prix auxquels les transactions sont réalisées et un cours de référence, qui est le plus souvent défini par le prix moyen pondéré de la journée. D'autre part, plus de la moitié des gérants contrôle systématiquement les sociétés de bourse sur le critère des quantités exécutées, et un tiers d'entre eux contrôle les délais d'exécution des ordres.

... de l'attention portée à la maîtrise des coûts d'exécution, ...

Un marché continu comme la Bourse de Paris, offre la qualité essentielle de l'instantanéité, en permettant aux investisseurs d'effectuer à tout moment une transaction. La possibilité de traiter rapidement permet de limiter le risque de non-exécution (ou coût d'opportunité), c'est-à-dire le risque d'une évolution défavorable des cours avant qu'un ordre d'achat ou de vente n'ait pu être exécuté. En revanche, une transaction immédiate suppose des coûts d'exécution, tels que la fourchette de cours (accepter, pour les acheteurs, les conditions des vendeurs) ou l'impact de marché (coût supplémentaire associé à la réalisation rapide d'un ordre de grande taille).

Dans un marché continu, un investisseur souhaitant une exécution rapide limitera le risque d'une évolution défavorable des cours mais devra supporter les coûts générés par une telle transaction (fourchette, impact). Parallèlement, un investisseur souhaitant limiter ces coûts d'exécution en « travaillant » son ordre et en étalant son exécution dans le temps courra le risque d'une exécution partielle de son ordre et donc d'un coût d'opportunité.

Face à cet arbitrage (volonté de traiter rapidement et volonté de réduire les coûts d'exécution générés par une exécution rapide), les études menées aux Etats-Unis et en Europe ont montré que les investisseurs tendent aujourd'hui à privilégier le prix moyen de la négociation, quitte à accepter un délai d'exécution. Les résultats de cette enquête révèlent aussi que les investisseurs français, à l'instar des institutionnels anglo-saxons sont, de manière générale, plus sensibles au contrôle des coûts d'exécution, et donc à la qualité de l'exécution, qu'à la immédiateté des transactions.

— Les deux tiers d'entre eux accordent une plus grande importance au prix qu'au délai d'exécution.

— La moitié ne demande que rarement une exécution immédiate (généralement définie comme une transaction effectuée en moins de dix minutes s'agissant d'une valeur du CAC 40).

— Sept établissements sur dix laissent aux sociétés de bourse un délai de trois heures à un jour pour l'exécution d'un ordre de taille normale (le plus fréquent) sur une valeur du CAC 40 et plus du tiers accorde un délai supérieur à une journée pour un ordre de grande taille.

— Près du tiers des établissements interrogés retarde souvent ou très souvent leurs transactions pour obtenir un meilleur prix, le quart d'entre eux pour la moitié de leurs transactions.

— Trois établissements sur dix accepteraient un délai d'une heure pour obtenir une amélioration du prix d'exécution de 0,5 %.

— Les trois quarts des établissements utilisent des ordres « lents » de type « soignant » ou (et) à cours limité.

— La moitié des établissements accorde une très grande importance à l'impact de marché dans la décision de négocier un ordre, le tiers accorde la même importance pour la fourchette et le risque de non-exécution.

— Le tiers des gérants pense que les coûts de transaction (commissions, fourchette, impact de marché, risque de non exécution) réduisent significativement la performance des portefeuilles investis en valeurs du CAC 40 et ils sont près de la moitié s'agissant des portefeuilles investis en valeurs de moyenne capitalisation.

Essai de typologie des établissements

Une analyse factorielle a permis de caractériser les différentes attitudes vis-à-vis de la priorité accordée à l'immédiateté ainsi que les perceptions des coûts. Elle permet de mettre en évidence que les trois groupes précédemment définis se distinguent à nouveau, selon leur besoin d'immédiateté et leur sensibilité à certains coûts.

Les investisseurs quantitatifs privilégient la rapidité d'exécution et sont très attentifs au risque de non exécution

Le premier ensemble correspond aux établissements quantitatifs se caractérisant par des objectifs d'investissement de petite taille. Leur sont associées : une forte demande d'immédiateté en même temps qu'une grande attention au risque de non exécution et à l'impact de marché. Ils ont plus recours que les autres établissements aux ordres susceptibles de générer une exécution rapide comme les ordres au prix du marché. Concernant les critères de sélection des intermédiaires, la capacité à proposer immédiatement un prix n'est pas un des premiers services recherchés, ce qui semble cohérent avec les montants gérés (les « quantitatifs » gèrent en moyenne 2,1MF contre 15MF pour les autres établissements). En revanche, la qualité de l'exécution est un critère de sélection plus important.

Les établissements dont la gestion est purement qualitative ont une faible exigence d'immédiateté et sont surtout attentifs à l'impact de marché

Le second groupe, formé des établissements purement qualitatifs et dont les objectifs d'investissement sont plutôt de taille moyenne, s'oppose au premier sur les points suivants : ils ont une faible demande d'immédiateté (ce sont les investisseurs les plus patients), ont le plus souvent recours aux ordres « lents » de type « soignant » ou à cours limité et prêtent assez peu d'attention au risque de non exécution. En revanche, ils se rapprochent des établissements du premier groupe en matière d'importance accordée à l'impact de marché. De même, ils n'attendent pas d'une Société de Bourse qu'elle leur propose immédiatement un prix mais ils priment la qualité de l'exécution.

Les établissements de grande taille ont un besoin d'immédiateté moyen et attendent de la Société de Bourse qu'elle satisfasse, le cas échéant, leur besoin d'immédiateté

La dernière catégorie d'établissements concerne ceux dont les décisions d'investissement portent plutôt sur des montants élevés, qui pratiquent une gestion « mixte » et dont la demande d'immédiateté est moyenne. En dépit de la taille élevée de leurs objectifs d'investissement, ils n'accordent pas une grande importance à l'impact de marché au moment de négocier un ordre mais sont très sensible à la capacité des sociétés de Bourse à se porter contrepartie.

... et des techniques de transaction mises en oeuvre

Pour l'exécution de son ordre en bourse, un investisseur a le choix entre différentes techniques de transaction. Les techniques envisagées ici concernent le processus conduisant de l'objectif d'investissement (ou taille de la ligne souhaitée) à l'ordre transmis aux Sociétés de Bourse, le fractionnement et, une fois le fractionnement effectué, l'alternative exécution des ordres dans le marché (carnet d'ordres) ou en bloc. *L'utilisation de ces deux types de stratégies reflète la volonté des investisseurs de minimiser l'impact de marché et donc de limiter les coûts d'exécution.*

Avant d'examiner le recours à ces différentes modalités d'exécution, considérons les caractéristiques quantitatives de la gestion actions françaises.

115

Les montants investis représentent un pourcentage significatif du volume moyen quotidien des deux types de valeurs, entre 7MF et 50MF pour une valeur du CAC 40 et entre 1MF et 7MF sur une valeur moyenne. Comparativement aux montants investis, le délai de réalisation des objectifs de taille normale apparaît relativement court, soulignant la capacité d'absorption du marché. Pour une valeur du CAC 40, les trois quarts des gérants réalisent leurs investissements dans un délai inférieur à trois séances de bourse et pour près de la moitié d'entre eux, ce délai est inférieur à une journée. Les montants investis en valeurs moyennes étant plus élevés relativement au volume moyen quotidien, les délais sont supérieurs à une journée pour près des trois quarts des établissements.

Souvent, l'objectif d'investissement n'est atteint qu'après l'exécution de plusieurs ordres (fractionnement) dont la taille est adaptée à la liquidité des valeurs. Les ordres les plus fréquents sont compris entre 1 et 8MF et sont exécutés en moins d'une journée pour une valeur du CAC 40. Pour une valeur moyenne, les ordres portent généralement sur des montants de 200 000F à 700 000F et sont exécutés en moins d'une semaine pour la très grande majorité (en moins d'un jour pour la moitié d'entre eux). En revanche, les délais s'allongent pour les ordres de taille

très élevée, souvent fractionnés. Pour y faire face, les gestionnaires recourent souvent aux transactions de blocs offertes par les intermédiaires.

Le fractionnement des investissements en plusieurs ordres ainsi que les transactions de blocs assurent une fonction de « normalisation ». Le fractionnement permet de passer d'objectifs de montants assez disparates à des ordres de tailles beaucoup plus rapprochées, qui seront ensuite exécutés dans des délais eux-mêmes encore moins variables. Ainsi, pour la majeure partie (70 %) de leurs décisions d'investissement, les établissements interrogés ne subissent pas de contraintes liées au marché.

Analyse du fractionnement des objectifs d'investissement en plusieurs ordres

Selon les résultats de cette enquête, les établissements fractionnent en moyenne la moitié de leurs investissements en plusieurs ordres, indifféremment selon le type de valeur considéré (valeurs du CAC 40 ou valeurs moyennes). Les raisons invoquées (taille de l'ordre par rapport au volume quotidien, volonté de ne pas révéler son intention d'acheter ou de vendre des quantités importantes) soulignent la volonté d'éviter tout décalage de cours, qu'il soit « mécanique » — par manque de liquidité — ou lié à l'information véhiculée par la taille de l'ordre.

116

Les objectifs d'investissement de taille normale (les plus fréquents) sont, pour la majorité, transmis en totalité aux Sociétés de Bourse pour leur exécution et ne nécessitent pas de fractionnement au préalable. En revanche, les réponses obtenues suggèrent que le recours au fractionnement est une fonction de la taille des objectifs d'investissement, le pourcentage de fractionnement augmentant avec la taille des investissements (un objectif d'investissement de plus de 100MF en valeur du CAC 40 sera fractionné en moyenne dans 60 % des cas). Par ailleurs, le degré de fractionnement semblerait lié au type de gestion, reflétant implicitement la demande d'immédiateté des investisseurs. Les gérants qualitatifs purs (les investisseurs « patients »), fractionnent en moyenne 60 % de leurs objectifs d'investissement, toutes tailles confondues, contre 48 % pour les établissements appliquant une gestion « mixte » et 14 % pour les gérants quantitatifs. En tenant compte de la taille, on observe, chez les qualitatifs purs, la même propension à fractionner. Une des explications possibles pourrait être que les établissements qualitatifs fondent leur gestion sur des données fondamentales, de long terme, et accordant une plus grande importance au prix par rapport au délai d'exécution, seraient davantage incités à étaler l'exécution de leurs ordres dans le temps. Au contraire, un gestionnaire cherchant à profiter des mouvements de court terme du marché ou cherchant à répliquer un

indice, accorde une importance plus forte au délai d'exécution. Il devrait avoir ainsi un recours plus limité au fractionnement.

Le carnet d'ordres, une source de liquidité essentielle pour la majorité des ordres

Après le (ou même parallèlement au) fractionnement de leurs objectifs d'investissement, les établissements ont le choix, pour l'exécution de leurs ordres, entre les quantités disponibles dans le marché (carnet d'ordres) ou celles proposées par les sociétés de bourse dans le cadre de leurs opérations de contrepartie. Afin d'évaluer le degré d'utilisation de l'une ou l'autre de ces possibilités, les gérants/négociateurs ont été interrogés sur le mode d'exécution de leurs ordres.

Selon nos résultats, le marché central apparaît comme la source essentielle de liquidité pour la plupart des ordres des investisseurs français. En effet, les investisseurs déclarent exécuter dans le carnet d'ordres les trois quarts en moyenne de leurs ordres de taille normale (les plus fréquents), quel que soit le type de valeurs, le quart restant étant exécuté en blocs.

Si les établissements, tous types de gestion confondus, ont fréquemment recours au carnet d'ordres, l'utilisation des possibilités offertes par une exécution en carnet diffère selon le type d'investisseur. Nous avons vu précédemment que les gérants quantitatifs ont davantage recours aux ordres au prix du marché, les gérants qualitatifs aux ordres limités et soignants. En effet, les quantitatifs sont près du tiers (28 %) à utiliser souvent ou très souvent les ordres au prix du marché, contre aucun des gérants qualitatifs « purs ». De même, ils sont 28 % à utiliser souvent ou très souvent les ordres « soignants » contre 60 % des qualitatifs « purs ».

117

Les transactions de blocs : un supplément de liquidité pour les ordres de grande taille

Rappelons ici que la notion de bloc englobe, dans le cadre de ce questionnaire, l'ensemble des services d'immédiateté offerts par les sociétés de bourse³. Ces « blocs » de titres sont proposés par les sociétés de bourse qui consultent régulièrement leurs clients (certaines étant mêmes spécialisées dans l'offre de contrepartie), ou peuvent être sollicités par les investisseurs eux-mêmes. Ces opérations, définies comme des « blocs », sont analysées parallèlement à celles réalisées dans le carnet d'ordres car elles ne modifient pas les quantités qui y sont offertes ou demandées.

3. Il peut s'agir des applications entre clients ou des opérations de contrepartie exécutées aux bornes ou à l'intérieur de la meilleure fourchette achat/vente, ou bien des transactions de blocs telles que prévues par la nouvelle procédure instaurée en 1994 (aux bornes ou à l'intérieur de la FMP).

Si près des deux tiers des ordres de grande taille sur une valeur du CAC 40 sont exécutés dans le carnet d'ordres (plus de la moitié pour les valeurs moyennes), les blocs apportent sans conteste une liquidité supplémentaire pour leur exécution. Selon nos résultats en effet, les institutionnels interrogés traitent environ 40 % de leurs ordres de grande taille en blocs et le recours aux transactions de bloc augmente avec la taille des ordres (plus de la moitié des ordres des gérants supérieurs à 15MF pour une valeur du CAC 40 et supérieurs à 2MF pour une valeur moyenne sont exécutés selon cette technique).

Par ailleurs, le recours à l'exécution en bloc semble être privilégié par les investisseurs pressés. En effet, le pourcentage de blocs paraît lié à la demande d'immédiateté des gérants. Près des deux tiers des gérants privilégiant le délai pour 60 % ou plus de leurs transactions traitent plus de la moitié de leurs ordres de grande taille en blocs, contre 12 % pour les investisseurs patients. Les blocs sont par ailleurs cités par les investisseurs comme la seconde technique utilisée lorsqu'ils souhaitent traiter immédiatement, après la simple indication à l'intermédiaire (qui peut aussi s'interpréter comme l'utilisation implicite des services de contrepartie) et bien avant l'utilisation d'ordres « A Tout Prix ». Cette technique offre en effet la possibilité d'exécuter rapidement une transaction mais aussi d'éviter les coûts inhérents au fractionnement (courtage, impôt de bourse) ou ceux associés au placement des ordres à cours limité (risque de non exécution, risque d'être exécuté par un investisseur mieux informé sur la valeur fondamentale de l'entreprise) ou cachés (perte de la priorité d'exécution).

D'autre part, les établissements disposant d'une table de négociation ont davantage recours aux blocs pour exécuter leurs ordres de grande taille (50 % contre 27 % des établissements sans table pour les valeurs du CAC 40 et 35 % pour les valeurs moyennes). Leur proximité avec le marché leur permet un contact plus régulier avec les sociétés de bourse et un recours facilité à leurs services.

Finalement, le délai de réalisation des objectifs d'investissement dépend de la taille (délai plus long pour les investissements supérieurs à 100MF), du type de gestion (délai plus long pour les qualitatifs « purs », reflétant leur moindre demande d'immédiateté) et des techniques de transaction utilisées (délai plus courts pour les établissements dont les ordres de grande taille sont principalement exécutés en bloc).

En conclusion

Les investisseurs français, comme les anglo-saxons, apparaissent de manière générale, plus sensibles au contrôle des coûts d'exécution, et donc à la qualité de l'exécution, qu'à l'immédiateté des transactions. Par ailleurs, les techniques utilisées diffèrent selon la taille des ordres.

Les ordres de taille normale (i.e. les plus fréquents) sont exécutés dans le carnet d'ordres, les ordres de grande taille sont généralement fractionnés en plusieurs ordres avant d'être transmis aux sociétés de bourse et sont, pour plus du tiers, exécutés en blocs.

En outre, on observe que la proximité avec le marché, permise par la présence d'une table de négociation interne à l'établissement gestionnaire, est associée à une plus grande utilisation des informations qui y figurent et des services de contrepartie des sociétés de bourse en même temps qu'à un jugement plus favorable à l'égard de la liquidité du marché de Paris.

Par ailleurs, cette étude a permis, outre de dresser un panorama de la gestion institutionnelle actions en France, de dégager les spécificités de trois profils types, caractérisés par leur taille (montant des actifs gérés en actions françaises), leur type de gestion (gestion uniquement qualitative, gestion majoritairement quantitative, gestion combinant les deux approches ou « mixte ») et leur demande d'immédiateté.

— On distingue d'une part les établissements de petite taille, gérant en moyenne 2 milliards de francs et investissant en moyenne moins de 16MF (19 % des établissements), dont la gestion est quantitative (plus de 50 % des encours) et dont la cible de gestion est plutôt le SBF 120. Ces établissements ont un important besoin d'immédiateté, utilisent souvent ou très souvent les ordres au prix du marché et sont très attentifs au risque de non exécution ainsi qu'à l'impact de marché. Ces investisseurs sont les plus satisfaits de la liquidité du marché de Paris et utilisent majoritairement le carnet d'ordres pour l'exécution de leurs ordres (objectifs peu fractionnés et peu d'ordres traités en bloc).

119

— A l'opposé se trouvent les investisseurs de taille plus importante mais encore moyenne, gérant en moyenne 12 milliards de francs et investissant en moyenne 20MF à 35MF (28 % des établissements), dont la gestion est purement qualitative et orientée vers le CAC 40 et les valeurs moyennes (SBF 250 hors SBF 120). Ces établissements accordent une forte priorité au prix, utilisent le plus souvent des ordres « soignants », sont très attentifs à l'impact de marché et fractionnent très souvent leurs objectifs d'investissement.

— Le troisième ensemble d'établissements correspond à ceux gérant les encours les plus élevés, en moyenne 17 milliards de francs, et dont les investissements sont en moyenne compris entre 23MF et 44MF (53 % des établissements), pratiquant une gestion « mixte » dont la cible de gestion est principalement le CAC 40, ayant une demande d'immédiateté moyenne mais plus forte que les seconds. Ces établissements ont plus que les autres, recours aux transactions en blocs pour leurs ordres de grande taille.

Ainsi, il est possible de voir dans ces trois profils types autant de façons de gérer l'arbitrage entre qualité et rapidité de l'exécution. Les établissements quantitatifs dont le mode de gestion impose une rapidité d'exécution mais dont les décisions portent par ailleurs sur des montants relativement peu élevés, trouvent ainsi dans le carnet d'ordres les moyens de satisfaire leurs deux catégories d'exigences, rapidité et qualité de la transaction. Les établissements souhaitant traiter rapidement des montants très importants délèguent à la Société de Bourse le soin de résoudre l'arbitrage en faisant appel à ses services de contrepartie, dont le coût relatif décroît à mesure que le risque d'impact (la taille de la transaction) augmente. Ces résultats suggèrent donc des réactions différentes face à une commune attention à la qualité du prix, i.e. à l'impact de marché.

La typologie des établissements que nous avons établie décrit la variété des attentes des investisseurs institutionnels quant au fonctionnement du marché, aux services fournis par les sociétés de bourse et à ceux proposés par l'entreprise de marché qu'est la SBF-Bourse de Paris. A cette diversité doit répondre une palette de services multiples et adaptés à chaque taille d'établissement, à chaque organisation internalisant plus ou moins l'exécution des objectifs d'investissement, à chaque type de gestion.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Benzecri J.P. et coll., 1979, *L'analyse des données*, Dunod.
- Berkowitz, S., D. Logue, and E. Noser, 1988, The Total Cost of Transactions on the NYSE, *Journal of Finance* 41, 97-112.
- Brinson G., B. Singer, and G. Beebower, 1991, Determinants of Portfolio Performance II : An Update, *Financial Analysts Journal* 47, 40-48.
- Chan, L. and J.Lakonishok, 1993, Institutional Trades and Intraday Price Behavior, *Journal of Financial Economics* 33, 173-199.
- Chan, L. and J.Lakonishok, 1995, The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades, *Journal of Finance* 50, 1147-1174.
- Economides, N., and R. A. Schwartz, « Making the Trade : Equity Trading Practices and Market Structure », Report of the Trader Forum Research Service of Institutional Investor, 1994.
- Gouriéroux, C., 1989, *Econométrie des Variables Qualitatives*, *Economica*.
- Holthausen, R., R. Leftwich, and D. Mayers, 1990, Large-Block Transactions, the Speed of Response, and Temporary and Permanent Stock Price Effects, *Journal of Financial Economics* 26, 71-95.
- Keim, D. and A. Madhavan, 1995, Anatomy of the Trading Process : Empirical Evidence on the Behavior of Institutional Traders, *Journal of Financial Economics* 37, 371-398.

- Keim, D. and A. Madhavan, 1996, *Transactions Costs and Investment Style : An Inter-Exchange Analysis of Institutional Equity Trades*, Working Paper .
- Perold, A., 1988, The Implementation Shortfall : Paper versus Reality, *Journal of Portfolio Management* 14, 4-9.
- Schwartz, R.A. and B. Steil, « Equity Trading : Institutional Investors' Trading Practices and Preferences », in *The European Equity Markets, a Report of the European Capital Markets Institute*, 1996.
- Verger D., Marpsat M. et coll., *L'économétrie et l'étude des comportements*, Document de Travail de la Direction des Statistiques Démographiques et Sociales de l'INSEE, n° F 9110.