

La gestion de fonds aux États-Unis

Christian MERLE

Conseiller financier, Ambassade de France à New York

La gestion de fonds¹ n'est pas le domaine de l'activité financière qui fait le plus parler de lui aux États-Unis. L'innovation semble prendre place dans d'autres domaines tels que les fusions-acquisitions, les produits financiers, les techniques et stratégies de marché, par exemple, qui ont davantage la faveur des journaux et des revues financières.

En réalité, la gestion de fonds est profondément affectée par les mouvements qui animent la sphère financière. Les gestionnaires tiennent une place dominante comme acheteurs ou vendeurs sur les marchés financiers. Une innovation a donc besoin de leur soutien pour réussir; leur comportement est déterminant pour l'évolution de la sphère financière.

Le monde de la gestion de fonds est fortement structuré sur un marché qui peut être considéré dans sa phase de maturité aux États-Unis. Il comporte des différences avec la situation en Europe continentale qu'il est intéressant de mettre en évidence, car elles fournissent des indications sur certaines lignes d'évolution possibles en France.

La situation aux États-Unis n'est toutefois pas figée. Prolongeant les mutations qui ont modifié ce secteur depuis une vingtaine d'années, des forces puissantes sont en train de transformer la gestion de fonds.

29

UN MARCHÉ CONSIDÉRABLE ET COMPÉTITIF

La gestion de fonds représente un marché considérable à la dimension de l'économie américaine. Les « Pension Funds », fonds de retraite, ont la responsabilité de 1 600 milliards de dollars. La majeure partie (65 %) de ces actifs est confiée à des gestionnaires extérieurs. Les fondations, les « endowments » ou entités bénéficiaires d'une donation, les compagnies d'assurance, les personnes physiques fortunées

¹ — La gestion de fonds est entendue dans son sens le plus large. Elle couvre le « money management », « portfolio management », « investment management ». Le cas des Sicav et FCP n'est pas traité, dans sa spécificité, dans cette note qui se fixe déjà un objectif vaste en traitant de la gestion discrétionnaire en vertu d'un mandat.

GESTION DE FONDS AUX USA

constituent également les clientèles potentielles des gestionnaires qui se livrent une concurrence sévère.

L'enjeu est d'importance si on se réfère aux honoraires versés. La compétition porte sur une masse d'honoraires qui peut être estimée à 10 milliards de dollars par an.

TABLEAU 1

LES 10 PLUS GRANDS FONDS DE RETRAITE (montant des actifs en milliards de dollars)

1. Teachers Insurance and Annuity Association	67
2. California Public Employees	46
3. New York State & Local	38
4. General Motors	38
5. New York City Systems	35
6. AT & T	35
7. General Electric	25
8. California State Teachers	25
9. New York State Teachers	23
10. IBM	22

(au 30 septembre 1988)

Source : Magazine « Pension and Investment Age » 23 janvier 1989.

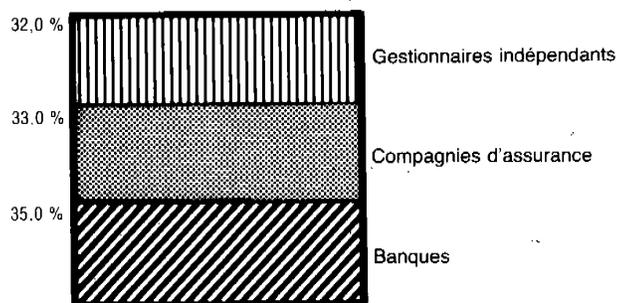
LA CONCURRENCE DES COMPAGNIES D'ASSURANCE ET DES INDÉPENDANTS

À la fin de 1987, le total des actifs confiés à des gestionnaires représentaient 3 035² milliards de dollars, en croissance de plus de 10 % sur l'année précédente. Cette industrie, ancienne déjà et puissante, continue donc à croître.

Mais elle subit une transformation profonde de ses structures. Les gestionnaires peuvent être répartis au plan institutionnel en trois catégories d'organisation selon la nature de leur société mère : les banques, les compagnies d'assurance et les gestionnaires indépendants.

La part de marché de chacune de ces catégories est similaire.

Qui gère les fonds ?



Source : Magazine « Pension and Investment Age », 23 mai 1988

2—Source : Magazine « Pension and Investment Age », 23 mai 1988.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Le classement de 10 premiers gestionnaires en 1988, par le montant des actifs, est composé de 4 assureurs, 2 indépendants et 4 banques.

TABLEAU 2

LES 10 PLUS GROS GESTIONNAIRES (actifs gérés en milliards de dollars)

1. Metropolitan Life	86
2. Merrill Lynch	82
3. Fidelity M & R	75
4. Aetna Life	64
5. Bankers Trust	57
6. Prudential Asset	55
7. Travelers Cos.	54
8. J.P. Morgan	53
9. Wells Fargo	50
10. Kemper Financial	44

(enquête réalisée en décembre 1987)

Source : Magazine « Pension and Investment Age » 23 mai 1988.

Cette situation est le point d'aboutissement d'une évolution qui a vu le rôle des banques se réduire au profit d'autres opérateurs jugés plus dynamiques et innovants que les grosses structures. De grandes banques commerciales ont même quitté la gestion de fonds. Citibank et Manufacturers Hanover ont vendu leur division de gestion domestique; Bank of America s'est également retirée et ses 2 filiales, spécialisées dans la gestion institutionnelle, ont été rachetées par une compagnie d'assurance!

31

La compétition intense n'empêche pas une relative concentration. Les 100 premiers gestionnaires ont la charge de plus de 2 000 milliards de dollars. La réussite amène de nouveaux clients qui recherchent la performance et utilisent comme critère de sélection la performance sur une certaine durée. De plus la sophistication des techniques de gestion et leur développement exigent des investissements et des moyens qui encouragent à la concentration.

LE SURSAUT DES BANQUES

Les banques, confrontées à l'érosion de leur part de marché, ont en général créé des structures filialisées. Un des avantages a été d'assouplir les conditions de rémunération des gestionnaires. Le succès des sociétés indépendantes, souvent de petite taille, est venu en partie de leur capacité à attirer des personnes expérimentées qui avaient fait leur preuve dans les unités de gestion de fonds des banques.

La création de filiales a été le moyen de freiner le départ de gestionnaires au profit de structures pouvant offrir des rémunérations plus attractives, liées aux résultats. La banque détient normalement la filiale à 100 % avec des cas également où le personnel possède une partie du capital tel Chemical Management Group, dont les responsables des unités filialisées détiennent 19,9 % du capital (sans droit de vote).

La recette de la filialisation n'est pas cependant la solution miracle. Les exemples de quelques banques commerciales qui ont quitté cette activité, après avoir créé des filiales, le montrent. Elle a néanmoins contribué à l'adaptation au défi qui est posé aux grands établissements financiers qui veulent rester dans une activité qui présente un certain nombre d'avantages. La gestion de fonds ne comporte pas de

GESTION DE FONDS AUX USA

risque (de crédit ou de marché) et n'exige pas d'immobiliser des capitaux importants. Elle permet de recevoir un flux régulier de revenus provenant des honoraires.

Parmi les entreprises de gestion de fonds qui progressent en volume d'activité et dégagent des rentabilités élevées, il y a des filiales de banques. Ainsi en 1988, dans le classement des sociétés qui ont obtenu le plus de clients nouveaux (croissance des actifs gérés) établi par la revue Institutional Investor, les trois premières étaient les filiales de J.P. Morgan, Mellon et Wells Fargo. Les banques ont donc conservé des atouts dans la compétition.

L'EXTENSION DE LA GESTION À DE NOUVEAUX TYPES DE PLACEMENTS

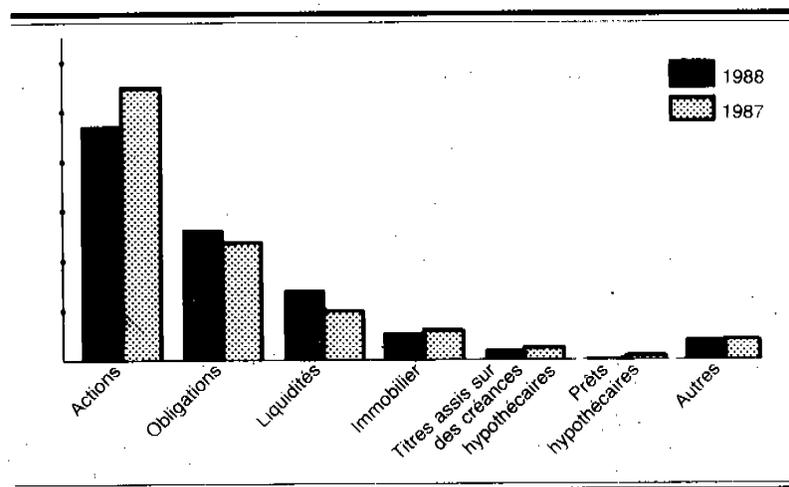
Les actifs dans lesquels les gestionnaires investissent sont plus diversifiés. Une analyse historique montre que dans les années 50, les obligations constituaient le placement largement dominant. La diversification a conduit les gestionnaires à s'intéresser aux actions puis à d'autres classes d'actifs qui présentaient à la fois des perspectives de rentabilité, et une liquidité à la mesure de leur capacité de placements.

L'immobilier, le capital risque et, plus récemment, les valeurs mobilières non libellées en dollar sont ainsi devenues des classes d'investissement. De surcroît, la diversification permet de réduire le risque global du portefeuille.

Les parts respectives de ces classes d'investissement sont inégales et subissent l'influence de la conjoncture économique. La part des actions en 1988 a décliné dans les portefeuilles au profit notamment des actifs monétaires.

32

Répartition globale entre catégories d'actifs



Source Magazine Pension and Investment Age - 23 mai 1988

Le marché est important et compétitif. Il est devenu relativement complexe ce qui s'est traduit par une spécialisation des opérateurs qui n'existe pas en Europe continentale.

LA SPÉCIALISATION DES PARTICIPANTS

Le développement de la gestion de fonds s'est accompagné d'une division du travail entre différentes catégories de participants où se distinguent les sociétés de conseil, « consultants ».

LE RÔLE DES « INVESTMENT CONSULTANTS »

Distinctes des gestionnaires, les sociétés de « consultants » assurent une fonction de conseil aux investisseurs (fonds de pension, fondations...). Ceux-ci ne disposent pas d'équipes nombreuses pour accomplir leur mission et recourent à l'assistance externe pour définir la politique d'investissement, sélectionner les gestionnaires et travailler avec eux.

Le conseil pour la politique d'investissement

La fonction des « consultants » peut aller très en amont du processus et porter sur l'évaluation des besoins et des engagements dans le temps de l'investisseur (par exemple, un plan de retraite) et la définition des objectifs. Les « consultants » contribuent à ce que tout le soin nécessaire soit apporté à ces préalables à une bonne gestion. Ils ont montré l'importance des objectifs et de la tolérance au risque, compte tenu des besoins de l'investisseur. Ils apportent des outils, notamment quantitatifs, d'aide à la décision.

Le deuxième domaine où le « consultant » remplit un grand rôle est celui de la politique d'investissement ou d'allocation des fonds entre les classes d'actifs qui conduit à « l'asset mix ». Cette fonction, en aval de la définition des objectifs, est reconnue comme déterminante. Dans le débat sur les attributions respectives de l'investisseur et du gestionnaire, les « consultants » attribuent à l'investisseur la responsabilité de la politique d'investissement qui décide de l'allocation entre différentes classes d'actifs. Il en résulte des fourchettes de parts respectives des actions, obligations, valeurs étrangères, immobilier...

33

Les « consultants » ont développé des capacités pour assister les investisseurs dans l'allocation des ressources entre des classes d'actifs concurrents. Ensuite, un ou plusieurs gestionnaires travaillent dans le cadre de la répartition, « asset mix », qui a été décidée. Il n'y a, toutefois, pas de pratique uniforme et des gestionnaires peuvent être chargés de la politique d'allocation. Ils offrent alors un service global.

Le conseil pour la sélection et la direction des gestionnaires

Le « consultant » suit l'activité du gestionnaire. Il vérifie qu'il n'est pas en contradiction avec les orientations données par le client et analyse régulièrement ses résultats.

Le « consultant » participe normalement aux réunions qui, 2 ou 4 fois par an, se tiennent entre l'investisseur et le gestionnaire. Il reçoit les documents sur les opérations et rencontre le gestionnaire en dehors de la présence de l'investisseur. Il apprécie globalement la capacité du gestionnaire à atteindre les objectifs. Ceci peut l'amener à recommander d'en changer.

La décision de recruter un gestionnaire est la prérogative de l'investisseur. Le consultant l'aide dans son choix grâce à ses connaissances du milieu des gestionnaires et de leurs spécificités. Il a normalement accès à des bases de données qui contiennent les performances des gestionnaires, par type de gestion.

Le processus peut être le suivant : présélection par le « consultant » de 4 à 6 gestionnaires que l'investisseur va rencontrer individuellement. Après avis du « consultant », le choix est effectué par l'investisseur.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Au total, même si son intervention est par définition consultative, le « consultant » joue un rôle majeur dans la sélection et la direction des gestionnaires par les investisseurs. Les « consultants » constituent de ce fait une profession très courtisée par les gestionnaires.

La relation investisseur-« consultant »

Le « consultant » joue un rôle de conseil, rémunéré par des honoraires.

Il arrive qu'un « consultant » ait aussi un département de gestion de portefeuille. Les « consultants » qui ne font que du conseil ne manquent pas de mettre en avant le risque de conflit d'intérêt que rencontrent leurs concurrents qui font à la fois du conseil et de la gestion.

Le « consultant » est jugé sur les performances qui auront été dégagées, même si les décisions ne sont pas prises par lui mais par l'investisseur ou le gestionnaire. Il y a une solidarité entre le « consultant » et le gestionnaire ; en cas de résultats non satisfaisants, le gestionnaire sera remis en cause mais il est probable que le « consultant » sera lui aussi changé.

LE DÉVELOPPEMENT DE COMPÉTENCES SECTORIELLES

La compétence et la spécialisation sont souvent associées aux États-Unis ; s'y ajoutent des raisons propres à la gestion de fonds.

Les causes du phénomène

Les raisons tiennent tout d'abord à l'intérêt qu'ont porté les investisseurs à de nouvelles formes de placement (capital-risque, immobilier) qui requièrent des compétences pointues et une expérience que seul un gestionnaire spécialisé peut avoir.

En même temps, la tendance des investisseurs à réaliser eux-mêmes, avec l'appui d'experts extérieurs, l'allocation des fonds entre classes d'actifs réduit l'utilité d'un gestionnaire unique. La dépendance à l'égard du gestionnaire capable de tout faire, depuis l'« asset mix » jusqu'à la sélection des valeurs, disparaît. Les grands portefeuilles ont avantage à confier la gestion de chaque classe au meilleur gestionnaire dans cette classe et il est impossible à une société de gestion d'être la meilleure dans tous les compartiments d'un marché aussi compétitif.

Son application

Le recours à des gestionnaires spécialisés s'applique particulièrement, comme on l'a vu, à l'immobilier ou au capital-risque. Les produits dérivés (options, futures) sont un autre domaine d'application de ce principe, qu'ils soient utilisés dans un but de rentabilité ou de couverture.

L'emploi des futures d'index d'actions pour protéger des positions sur le marché comptant, « portfolio insurance », qui représentait environ 80 milliards de dollars avant la crise boursière d'octobre 1987 prend souvent la forme d'une délégation à une société, spécialisée dans l'assurance de portefeuille, qui achète et vend selon des schémas définis à l'avance.

À l'intérieur d'une société de gestion de fonds, il y a aussi une division des tâches avec la mise en place d'une fonction marketing, indépendante de la gestion de fonds proprement dite. Elle a en charge d'obtenir de nouveaux clients. Elle joue aussi le rôle principal dans la conception des services offerts aux clients et la stratégie de la société afin que celle-ci épouse les évolutions du marché.

Une démultiplication des fonctions s'est produite chez les gestionnaires, signe de la complexité croissante de la gestion et de la sophistication du marché.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Il existe aussi, souvent en sus des « consultants » et des gestionnaires, des spécialistes sur un créneau technique précis qui travaillent avec les investisseurs mais aussi les gestionnaires. On les rencontre dans différentes disciplines comme l'actuariat ou les techniques mathématiques et statistiques.

Leur rôle grandissant est révélateur de la place que prennent les techniques quantitatives dans l'activité de gestion de fonds.

L'UTILISATION DES TECHNIQUES QUANTITATIVES

Le recours aux outils quantitatifs concerne toutes les étapes de la gestion et a des causes multiples. On ne peut parler toutefois de domination exclusive des méthodes quantitatives mais plutôt d'un « melting pot » entre différentes démarches.

UN SUCCÈS INDÉNIABLE

Les domaines d'application

Ces domaines sont aussi diversifiés et multiples que les techniques employées. Un champ quasiment infini est ouvert aux méthodes quantitatives. On peut citer la définition des objectifs de la gestion, l'analyse et la prévision des phases du cycle économique, la gestion passive ou indexée, la couverture d'actifs, la sélection des valeurs...

Les travaux peuvent s'étendre à des marchés différents voire mondiaux et mettre en œuvre des outils sophistiqués. À titre d'illustration, dans la phase cruciale de l'allocation des ressources, des modèles d'optimisation ont été développés qui permettent de conduire à la répartition des fonds entre les classes d'actifs. Ces modèles fonctionnent à partir d'hypothèses issues d'autres recherches à dominante quantitative, sur les taux de rendement et le risque des principaux types d'investissement accessibles.

35

TABLEAU 3

HYPOTHÈSES D'ÉQUILIBRE À LONG TERME DES MARCHÉS D' ACTIONS

	Prévision de rendement	Prévision de risque
Actions américaines	11,5 %	16,5 %
S & P 500	12,8	21,0
Valeurs à capitalisation moyenne	15,0	30,0
Valeurs à petite capitalisation		
Actions étrangères	11,9	19,5

Source : « *Portfolio and Investment Management* ». 1989. Editor Frank Fabozzi. Contribution 19. Probus Publishing Co., Chicago.

Les acteurs

Des experts, en provenance le plus souvent de l'université, occupent un rôle central dans le développement de ces applications. Ils le font en travaillant chez les investisseurs, les « consultants » ou les gestionnaires. Certains ont créé des « boutiques » qui sont des petites unités, innovantes, constituées de quelques

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

personnes. Elles vendent leurs services directement aux investisseurs et aux gestionnaires.

Des relations privilégiées s'établissent ainsi, pouvant aller jusqu'à l'achat, par une banque ou une compagnie d'assurance, de la boutique qui demeure distincte pour conserver sa souplesse. Ceci renforce la relation entre les experts et les gestionnaires tout en laissant, aux premiers, une liberté propice à l'innovation.

Le « melting pot » avec les démarches non quantitatives

La plupart des gestionnaires sont persuadés des limites des modèles quantitatifs qui reposent sur des séries historiques et des hypothèses pour le futur. De plus, dans des marchés frappés par l'innovation et la volatilité, les relations qu'on croyait stables peuvent se déformer fortement.

Les formes de gestion les plus extrêmes, aboutissant à des décisions automatiques, ont subi des échecs sévères comme l'a illustré la technique de l'assurance de portefeuille en octobre 1987.

On peut constater que les méthodes quantitatives sont de plus en plus intégrées tout au long du processus de gestion. Les experts en ces domaines participent à la définition de la politique d'investissement et leurs travaux constituent, au moins, des aides à la décision pour les gestionnaires.

Il est à signaler l'attrait des Japonais pour les techniques quantitatives appliquées à la gestion de fonds. Des acquisitions ou des « joint ventures » associent de plus en plus des établissements financiers japonais et des « boutiques » qui leur apportent leur technologie, pour l'investissement dans les valeurs américaines et aussi en vue d'une transposition adéquate de ces outils aux réalités des marchés japonais.

36

LES RAISONS DE CE SUCCÈS

L'abondance des données et des opportunités

L'information statistique est abondante et accessible. Elle porte tant sur l'économie que sur les marchés financiers. Les données les plus importantes remontent jusqu'en 1926 pour le marché financier américain. La disponibilité de statistiques nombreuses permet d'alimenter les modèles et contribuent à la qualité de leurs résultats.

Les indicateurs économiques constituent des événements dans la vie des marchés. Prévoir leur évolution et prendre des positions en conséquence s'avère très profitable si la prévision est confirmée à la publication de l'indicateur.

La sophistication des marchés financiers a, aussi, fourni les conditions d'activités fondées sur l'utilisation des techniques quantitatives qui peuvent s'avérer très rentables comme l'arbitrage entre le marché au comptant et les produits dérivés, comme les « futures ».

La cohérence avec les exigences de rigueur et de transparence

La chaîne des intervenants et la spécialisation de chacun peut aboutir à une confusion des responsabilités.

La quantification permet d'établir des objectifs et des contraintes qui soient clairs et précis, à chaque étape du processus de gestion. Chaque intervenant reçoit une mission exprimée de façon chiffrée et dispose d'« inputs » précis en provenance des phases amont du processus de gestion.

Par exemple, l'investisseur (ou le gestionnaire s'il assure cette fonction) peut confronter les hypothèses retenues pour l'allocation des ressources avec la réalité. Des modèles permettent de calculer très rapidement les parts respectives de chaque

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

classe d'investissement en fonction des nouvelles hypothèses de rendement et de risque. Éventuellement, une redistribution des fonds peut intervenir.

Le gestionnaire en charge d'investir dans une classe d'actif connaît précisément ce que le client attend de lui et les bornes à sa liberté de décision, quand cela se traduit par des chiffres. De même, sa performance sera appréciée de façon objective car rapportée à un indice.

LA PLACE CENTRALE DES INDICES

Leur rôle

Les indices retracent l'évolution de l'ensemble du marché dans une classe d'investissement (actions, obligations...). Ils peuvent être éclatés en sous-indices qui couvrent une partie homogène du marché (obligations du Trésor américain, obligations des sociétés...). Toutes les valeurs entrant dans un univers de valeurs sont prises en compte dans le calcul de l'indice.

Des moyens importants sont consacrés par les banques ou des établissements tels l'agence de notation Standard and Poor's ou le « consultant » Frank Russell, pour construire et tenir à jour ces instruments qui mesurent les marchés américains et les plus grands marchés mondiaux. La mise à jour est en général quotidienne.

La performance du gestionnaire est comparée à l'indice établi sur un univers identique à celui dans lequel il est autorisé à investir, conformément au cahier des charges que l'investisseur lui a remis.

Le Global Bond Index de Merrill Lynch par exemple pourra être utilisé comme référence pour une gestion sur l'ensemble des marchés obligataires dans le monde. Si le mandat de gestion ne prévoit que des placements dans des valeurs libellées en dollars, l'« US domestic index » sera retenu. Des sous-indices (valeurs du Trésor, des autres collectivités publiques, des sociétés, ou hypothécaires) sont disponibles pour des gestions centrées sur un segment du marché obligataire.

Un univers spécifique peut être retenu qui se distingue des critères de division habituels. Un indice original adapté aux besoins du client sera construit sur cet univers. La performance sera alors comparée à cet indice.

Les principaux indices

Le plus célèbre d'entre eux le Dow Jones Industrial Average n'est pas utilisé. On lui préfère le Standard and Poor's 500 qui comprend 500 actions de grandes sociétés ayant une bonne liquidité.

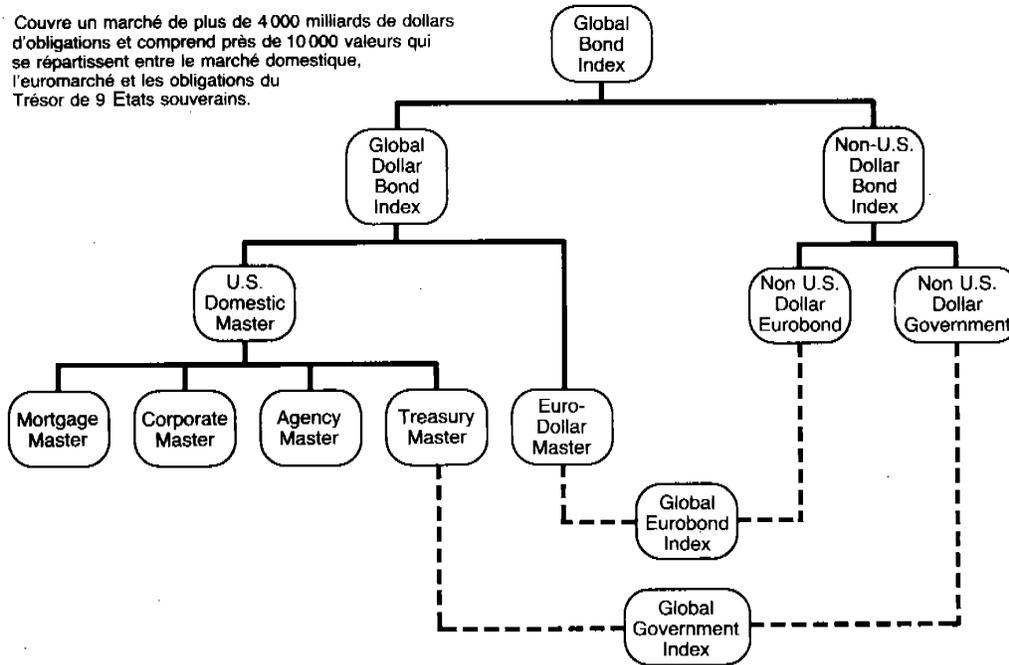
D'autres indices sont employés par les institutionnels notamment l'indice Russell 2000 qui est composé de 2 000 valeurs de sociétés de taille petite ou moyenne. L'indice Russell 3000 reprend les 2 000 valeurs précédentes et 1 000 valeurs de grandes sociétés. Pour les actions non américaines, les deux indices les plus utilisés sont celui de Morgan Stanley Capital International et le Financial Times World Index.

Dans le secteur obligataire, les indices les plus connus sont le Salomon Broad Investment Grade Bond Index pour les obligations domestiques américaines ; le World Government Bond Index pour les valeurs du Trésor des principaux pays, qui est établi également par Salomon Brothers ; le Shearson Lehman Bond Index ; le Global Bond Index de Merrill Lynch qui couvre les obligations américaines et étrangères.

GESTION DE FONDS AUX USA

Le Global Bond Index de Merrill Lynch

Couvre un marché de plus de 4 000 milliards de dollars d'obligations et comprend près de 10 000 valeurs qui se répartissent entre le marché domestique, l'euromarché et les obligations du Trésor de 9 Etats souverains.



38

Le classement des gestionnaires

La comparaison par rapport à l'indice ne suffit pas ; s'y ajoute une comparaison avec ce qu'ont fait les autres gestionnaires, qui aboutit à des classements sur des périodes allant de 3 mois jusqu'à 10 ans.

Si dans le cas des instruments de gestion collective, « mutual funds », la SEC fixe les règles de calcul des performances qui font l'objet d'une information dans le public, il n'y a pas de règle stricte qui soit définie pour la gestion de fonds.

Les classements, et les mesures de performance qu'ils exigent, sont effectués par des établissements spécialisés, souvent les « consultants », qui bénéficient d'une crédibilité auprès des investisseurs institutionnels. Le mode de calcul habituel est le « time weighted return » qui prend en compte le flux d'entrée et de sortie de fonds sur une base quotidienne. La performance prend en compte aussi le risque (mesuré le plus souvent par l'écart type du rendement).

Les classements se présentent le plus souvent sous la forme d'un positionnement d'un gestionnaire dans un univers précis rapporté à la médiane et aux 1^{er} et 3^e quartiles. Ces classements sont accessibles aux investisseurs contre rémunération pour leur permettre de comparer leur gestionnaire à ses concurrents.

Les conséquences de la domination des indices

La place centrale des indices et la traduction en chiffres des performances contribuent à clarifier les performances des gestionnaires et fournissent une règle du jeu à la fois simple et objective.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Des critiques s'élèvent contre la domination des performances établies, en général, sur une base mensuelle et rapprochée des indices représentatifs du marché. Il en résulte, selon ces critiques, une priorité accordée aux résultats à court terme.

Les facteurs qui conditionnent le développement à long terme d'une entreprise ne sont pas pris en considération autant qu'ils devraient l'être. C'est la même pression du court terme qui incite les fonds de pension à participer à des opérations souvent contestées par les salariés et les syndicats tels que les « Leverage Buy Out » et les offres publiques d'achat. Si ces opérations dégagent souvent des profits importants pour ceux qui y participent (par exemple, les fonds de retraite privés ou publics), elles aboutissent aussi à des compressions de personnel et à des licenciements).

La gestion de fonds n'échappe pas à la recherche de la rentabilité à court terme, et à l'affaiblissement des préoccupations du développement à long terme. Même si le gestionnaire est jugé sur sa performance sur une durée relativement longue, 3 à 5 ans, il est souvent à la recherche d'opportunités qui viendront améliorer sa performance dans le prochain mois.

L'influence des indices va jusqu'à modifier les modes de gestion puisque se développe une gestion destinée à égaler un indice représentatif du marché. C'est la gestion dite « indexée » ou « passive » qui gagne du terrain sur la forme traditionnelle de gestion appelée « active ».

LA MONTÉE DE LA GESTION PASSIVE OU GESTION INDEXÉE

Le marché des valeurs mobilières est dominé par les investisseurs institutionnels. Cette domination est renforcée parce que, depuis octobre 1987, les particuliers se sont partiellement retirés du marché des actions.

Si un gestionnaire a des résultats supérieurs à ceux du marché, cela suppose qu'un autre gestionnaire fait moins bien, ce qui peut paraître un piètre résultat pour un professionnel de la gestion.

L'expérience des dix dernières années montre toutefois qu'une majorité des gestionnaires a fait moins bien que le marché*. Ceci explique la montée de la gestion passive qui donne une probabilité plus élevée d'égaliser les performances du marché.

L'IMPORTANCE DE LA GESTION PASSIVE

La gestion passive se fixe pour objectif de répliquer un indice qui retrace l'évolution de l'ensemble du marché, d'où le terme de gestion « indexée ».

Les avantages

Ils résident dans la difficulté à trouver un gestionnaire qui sera plus performant que le marché. Par ailleurs, la gestion passive est supposée plus économe en coûts de transaction et la rémunération des gestionnaires est plus faible que les honoraires traditionnels.

De plus, la gestion passive est une sorte d'assurance contre la mauvaise gestion et permet aux responsables de se protéger contre une contreperformance caractérisée. Les performances ne sont pas exceptionnelles mais ne léseront pas les ayants droit puisqu'elles sont, par construction, proches de celles du marché.

La critique la plus répandue adressée à la gestion passive tient à ce qu'elle conduit à investir dans les secteurs les plus surévalués, qui peuvent être vulnérables.

* Cf. notamment « Investment policy », Charles D. Ellis, chapitre 2.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

L'exemple des valeurs pétrolières à la fin des années 70 et au début des années 80 est révélateur. La gestion passive a conduit les investisseurs à augmenter la part de ces valeurs et donc à y être exposés fortement quand celles-ci ont commencé à baisser.

La méthode

L'exercice est de nature purement statistique. Il s'agit de constituer un échantillon représentatif de l'univers total des valeurs qui constituent le marché. L'échantillon résume les caractéristiques du marché avec un nombre réduit de valeurs (quelques dizaines).

Ceci exige une connaissance des caractéristiques de chaque valeur et de leurs relations entre elles (covariance). Les configurations obtenues sont comparées, historiquement, au marché global et testées dans des hypothèses relatives aux variables clés.

L'objectif est d'obtenir une performance (rendement et risque) qui soit celle de l'index qui mesure la performance de l'ensemble du marché. Le seul risque d'écart réside dans la qualité de la confection de l'échantillon, risque sensiblement réduit par la sophistication et la fiabilité des modèles économétriques utilisés.

Les montants gérés

On estime que les seuls fonds de retraite ont près de 200 milliards de dollars d'actifs faisant l'objet d'une gestion indexée.

La tendance a été porteuse durant ces dernières années et des établissements ont choisi ce créneau. Ils ont gravi les échelons des classements qui hiérarchisent les gestionnaires selon les montants de capitaux qu'ils gèrent. Des banques (Wells Fargo, Mellon Capital...) ou des compagnies d'assurance (Aetna...) sont ainsi en charge, grâce à la gestion indexée, de capitaux importants.

En 1988, la gestion indexée semble avoir marqué le pas dans sa progression qui l'a amenée à un niveau correspondant à près de 15 % des actifs des fonds de retraite.

LES CONSÉQUENCES

L'importance accrue de l'allocation des ressources

Puisque dans la gestion passive l'objectif de performance se situe au niveau de la moyenne du marché dans chaque classe d'actif et sera le plus souvent atteint, les décisions prises en amont sont cruciales pour « faire la différence ».

L'« asset-allocation », la répartition des fonds entre les classes d'actifs, concurrentes dans l'affectation de ces fonds, devient l'acte déterminant dont il ressort la fixation d'enveloppes pour les classes d'investissement retenues. L'analyse historique des performances des différentes classes d'investissement montre que celles-ci sont très inégales, selon les époques. L'exemple de ces dernières années montre bien que la décision qui s'est avérée la plus profitable sur le marché des actions, a consisté à privilégier les valeurs japonaises, quelle que soit au demeurant la sélection de ces valeurs à l'intérieur du marché nippon.

La décision la plus importante porte sur la répartition entre classes d'investissement ou « asset mix ».

La gestion active

Elle demeure le mode de gestion de loin majoritaire, en dépit de la montée de la gestion passive. Même si l'expérience amène à relativiser la performance des

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

gestionnaires dans leur ensemble, il n'y a pas de répartition aléatoire des gestionnaires entre ceux qui font mieux et ceux qui font moins bien que l'indice.

Il existe effectivement des gestionnaires qui, sur un cycle économique ou une période suffisamment longue pour ne pas être le fruit du hasard, font mieux que l'indice, de façon régulière³.

Par ailleurs, certains gestionnaires ont adopté leur démarche à un environnement où les indices tiennent une grande place. Un exemple de cette adaptation se trouve dans une gestion active qui s'appuie sur un échantillon représentatif de l'ensemble du marché mais avec une orientation où le gestionnaire prend des décisions à sa discrétion en vue de battre l'indice.

Ceci revient à surexposer un segment de marché par rapport à l'univers de référence. Il s'agit d'accroître la part dans le portefeuille d'une devise, d'un secteur d'activité, d'un type de valeur (exemple, avec des prix rapportés aux bénéfices inférieurs à la moyenne), d'un type d'émetteur (obligations des sociétés ou du Trésor...). La surexposition peut correspondre à la spécialité du gestionnaire ou au pronostic qu'un secteur dégagera plus de valeur à un horizon donné.

La gestion active a su s'appuyer sur les avantages offerts par la gestion indexée pour offrir de nouveaux produits afin de sauvegarder sa part de marché.

L'ÉVOLUTION DE LA RELATION ENTRE L'INVESTISSEUR ET LE GESTIONNAIRE

L'histoire des relations entre les investisseurs et les gestionnaires de fonds est déjà ancienne et atteint maintenant un certain degré de sophistication. Cette maturité de la relation n'est pas synonyme d'absence d'innovations.

41

LE DÉBAT GESTION INTERNE-GESTION DÉLÉGUÉE À L'EXTÉRIEUR

Le recours à des gestionnaires extérieurs est élevé. En moyenne, 65 % des actifs des fonds de retraite sont confiés à l'extérieur. La proportion est encore plus forte pour les fonds de taille petite ou moyenne, qui n'ont pas le moyen de rentabiliser une structure interne pour gérer leurs avoirs.

En revanche, la gestion interne est majoritaire dans les compagnies d'assurance qui préfèrent prendre elles-mêmes les décisions concernant le placement de leurs réserves. La gestion déléguée n'y représente qu'une fraction minime, environ 5 %.

Alors que dans la plupart des pays, la tendance est à déléguer la gestion et à la confier à des gestionnaires extérieurs, il n'y a pas de mode ou de tendance marquée en ce domaine aux États-Unis. Les situations ne sont pas forcément immobiles. Des changements se produisent avec des investisseurs qui reprennent, en direct, la gestion de tout ou partie de leur portefeuille qui avait été déléguée. D'autres investisseurs, en revanche, remettent à un gestionnaire extérieur des actifs qu'ils géraient eux-mêmes.

³ — 11 % des gestionnaires ont fait mieux que le Standard and Poor's 500 au moins durant 8 ans sur 10.
Source : enquête SEI sur la période 1975-1985 citée dans « Portfolio and Investment Management », Editor Frank Fabozzi. Probus Publishing Co., Chicago.

GESTION DE FONDS AUX USA

TABLEAU 4

DEUX EXEMPLES DE MODES DE GESTION

New York City Retirement system	Ford Motor Co.
Total des actifs gérés : 35 milliards \$ Gestion interne : 1 milliard \$ Gestion indexée : 23 milliards \$	Total des actifs gérés : 20 milliards \$ Gestion interne : 1 milliard \$ Gestion indexée : 4 milliards \$
Asset-mix : actions : 36 % obligations : 43 % disponibilités : 2 % créances hypothécaires : 16 % autres : 3 %	Diversification réalisée dans les actions et obligations étrangères, l'immobilier, le capital-risque. Asset-mix : actions : 75 % obligations : 28 % immobilier : 3 % divers : 12 %
Les gestionnaires extérieurs sont au nombre de 9 pour les actions et 21 pour les valeurs à revenu fixe. Ils gèrent 34 milliards.	Les gestionnaires extérieurs ont en charge 19 milliards et sont au nombre de 15 pour les actions, 7 pour les obligations et 10 pour l'immobilier.

L'ÉVOLUTION DE LEUR RÔLE RESPECTIF

Le partage des rôles n'est pas uniforme entre le gestionnaire et l'investisseur. La tendance est, pour les grands portefeuilles, à diviser entre plusieurs gestionnaires, spécialisés dans un marché ou une classe d'actifs déterminés. La situation d'un gestionnaire en charge de l'ensemble du portefeuille se rencontre moins fréquemment, du moins pour les grands investisseurs.

Est d'actualité la question du rôle de l'investisseur et du gestionnaire dans le processus d'allocation des ressources entre classes d'investissement. Il est, en effet, de plus en plus admis que les décisions de répartition sont les plus importantes.

Elles déterminent, avec un poids élevé, les résultats d'un portefeuille alors que la sélection des valeurs a une influence mais ne peut corriger sensiblement les résultats issus de l'allocation des ressources.

Beaucoup s'accordent à penser que l'allocation des fonds relève de l'investisseur. Les « consultants » offrent, en général, une capacité d'assistance en ce domaine qui combine les caractéristiques de chaque investisseur (par exemple, les besoins de liquidités prévisionnels d'un plan de retraite) et les perspectives des différentes classes d'investissement. Dans les faits, il est courant que l'investisseur s'en remette encore au gestionnaire pour décider de la répartition des ressources entre les classes potentielles d'actifs.

L'observation de la réalité montre que l'importance de cette étape n'est même pas toujours clairement perçue et que la politique d'allocation des fonds n'est pas le domaine privilégié de dialogue et de réflexion lors des réunions entre l'investisseur et le gestionnaire. Elle vient, selon une étude réalisée auprès des investisseurs institutionnels, après l'analyse de la performance ou les perspectives générales du marché (surtout celui des actions). Elle devrait pourtant être au centre de la relation investisseur-gestionnaire.

Des progrès sont encore à réaliser dans la définition de l'allocation entre classes d'actifs afin qu'elle soit explicite et fasse l'objet d'un examen régulier afin de vérifier sa pertinence en ce qui concerne, notamment, les hypothèses qui ont fondé l'« asset-mix ». La répartition initiale peut être révisée, si nécessaire, compte tenu de

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

l'évolution des objets poursuivis par l'investisseur et des hypothèses relatives à chaque classe d'investissement.

LA RÉMUNÉRATION DU GESTIONNAIRE

La gestion passive a permis de réduire le niveau des rémunérations. Les honoraires traditionnels s'élèvent de 0,4 à 0,5 % du montant des sommes gérées avec une dégressivité selon le montant géré. La rémunération passe à 0,1 % du montant des actifs gérés s'ils le sont de façon passive. Il y a une menace sur la rentabilité de l'activité de gestion de fonds même si en contrepartie, la gestion passive requiert moins de recherche et coûte donc moins cher au gestionnaire.

Un mouvement, par ailleurs, se développe pour lier la rémunération du gestionnaire à sa performance, ce qui est encore minoritaire. Celui-ci partage ainsi la bonne ou mauvaise fortune de son client et cela peut l'encourager, s'il le fallait, à la performance.

La problématique de la rémunération à la performance (par exemple, un pourcentage du rendement qui dépasse un indice) n'est pas aussi simple qu'elle y paraît. Elle incite à un comportement de risque accru chez les gestionnaires désireux de maximiser leur rémunération. Le risque de perte dans le pire des cas est une rémunération nulle (et le départ du client de toute façon). Le potentiel de gain est en revanche illimité pour le gestionnaire en cas d'excellents résultats.

L'investisseur court un risque de perte sur le portefeuille dont il confie la gestion. L'économie sur la rémunération du gestionnaire est une maigre consolation, sans commune mesure avec la contre-performance du portefeuille qui aura fait l'objet d'une gestion très spéculative et malheureuse.

Ces considérations sont prises en compte afin de concevoir, en vue de maximiser les avantages et d'atténuer les inconvénients, un dispositif de rémunération adéquat, sachant que la rémunération à la performance gagne du terrain.

43

L'OUVERTURE INTERNATIONALE

Les investisseurs américains se sont intéressés tardivement aux placements à l'étranger. Depuis quelques années, il apparaît que les institutions américaines, même les plus grandes, peuvent faire des investissements sur des marchés étrangers satisfaisants aux conditions qu'elles posent.

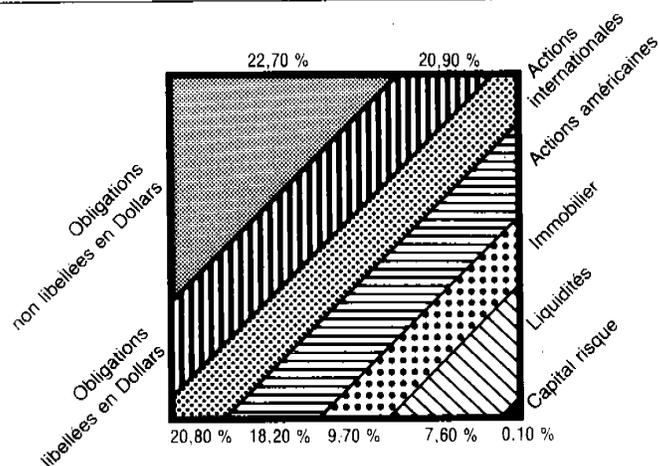
LES RAISONS DE CETTE OUVERTURE

Elles tiennent d'abord à l'existence de marchés étrangers qui offrent des possibilités d'emplois considérables, compte tenu de leur développement. La taille des marchés étrangers accessibles pour un investisseur américain dépasse désormais celle des marchés domestiques et présente les caractéristiques de liquidité requises. L'amélioration de l'organisation de ces marchés (libéralisation, création de produits dérivés...) ainsi que les progrès réalisés dans l'exécution des transactions (règlement-livraison, coupons...) ont levé des freins à l'internationalisation.

De plus, le rendement des investissements sur les marchés financiers étrangers s'avère attractif. La dépréciation du dollar ces dernières années, a contribué à majorer ces rendements qui ont dans leur ensemble connu des performances meilleures que les marchés américains sur une moyenne période. En revanche, la volatilité a été plus grande.

GESTION DE FONDS AUX USA

Le marché mondial des placements accessibles à un investisseur américain



Source : « Portfolio and Investment Management », 1989
 Editor Frank Fabozzi Contribution 19 Probus Publishing Co. Chicago

44

TABEAU 5

CARACTÉRISTIQUES DES RÉSULTATS DES MARCHÉS (1970-1986)

	En Dollar	
	Rendement Annuel	Écart- type
Actions		
Actions américaines	10,7 %	18,8 %
Actions non américaines	14,3	19,2
Capital risque	12,6	36,9
Obligations à revenu fixe		
Obligations américaines	9,9 %	8,3
Obligations étrangères libellées en Dollar	10,5	6,7
Obligations non libellées en Dollar	11,5	11,4
Immobilier (É.-U.)	11,0	2,4
Liquidités (É.-U.)	7,7	1,4
Portefeuille investi sur le marché financier	10,6	9,2
Inflation	6,1	1,2

Source : « Portfolio and Investment Management », 1989. Éditeur Frank Fabozzi. Contribution 19. Probus Publishing Co., Chicago.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Enfin, en termes de rendement, les gains s'accompagnent d'une réduction du risque global couru par l'investisseur. La diversification joue en ce sens d'autant plus que les valeurs mobilières non libellées en dollar ont, en général, une corrélation relativement faible avec les actions comme avec les obligations américaines.

LES FORMES DE CETTE CROISSANCE

Des montants modestes, en apparence

Les investissements en valeurs mobilières non américaines paraissent modestes, au moins si on les compare à la taille des institutions américaines. Bien qu'aucun chiffre ne fasse véritablement autorité, les « consultants » spécialisés dans l'investissement international estiment de 3 à 5 % la part des fonds US investis à l'étranger, pour l'essentiel sous forme d'action. Ceci signifie, que la gestion des fonds aux États-Unis est encore à 95 ou 97 % domestique.

Mais cette part est en croissance rapide et ce dynamisme concerne tant le secteur obligataire que celui des actions. L'exposition aux marchés obligataires étrangers est plus récente et s'avère particulièrement dynamique. On estime que la moitié des fonds de pension privés qui détiennent des obligations étrangères sont entrés sur le marché durant les 12 derniers mois.

Certains spécialistes n'hésitent pas à citer des chiffres de 10 à 15 % d'exposition internationale pour les fonds gérés, vers le milieu des années 1990. Même s'il faut prendre avec beaucoup de précautions ces hypothèses, il est indéniable qu'un flux important de capitaux va se développer des États-Unis vers l'Europe et l'Asie en raison de l'internationalisation de la gestion des fonds aux États-Unis et de l'expansion de la notion de gestion globale.

Les modes de gestion

La gestion passive ou indexée joue un rôle moins important dans les valeurs internationales. Au plan statistique, elle ne représente que 8 %⁴ des fonds placés en valeurs internationales par les institutions américaines. La part est deux fois plus grande pour les placements en valeurs domestiques.

Toutefois la gestion indexée est aussi un moyen d'entrer sur les marchés étrangers. Cela paraît moins risqué dans un domaine nouveau sur lequel il y a une connaissance encore réduite de la part des institutions.

Les indices établis par de grands établissements suivent les performances des marchés étrangers. On retrouve la place centrale qu'ils occupent sur le marché domestique. Des indices adaptés au cas du client sont souvent établis; ils se distinguent notamment par la modulation de la part des valeurs japonaises, sachant qu'elle est majoritaire (50,5 % pour les obligations, 51 % pour les actions) dans la capitalisation boursière hors États-Unis.

LES CONSÉQUENCES SUR L'ORGANISATION DES GESTIONNAIRES

L'internationalisation des placements financiers conduit les gestionnaires à s'organiser pour optimiser leur capacité de suivre les marchés étrangers.

Le développement d'une gestion globale

Les gestionnaires ont dû s'adapter rapidement à l'internationalisation alors qu'ils étaient exclusivement tournés vers les marchés domestiques.

⁴ — Article « International Indexation ». *Global Investor*, décembre 1988-janvier 1989 No. 18.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Les chemins conduisant à une capacité globale sont variables. Certains établissements assurent depuis les États-Unis (surtout New York et Boston) une gestion couvrant les plus grands marchés mondiaux. Les plus importants gestionnaires ont, en revanche, déployé leurs structures avec une installation rapprochée des marchés financiers concernés. Des implantations ont été établies en Europe (surtout Londres) et à Tokyo pour l'Asie dont la fonction est d'assurer la gestion des portefeuilles investis en valeurs européennes ou asiatiques. La fonction commerciale et la relation avec le client américain sont assurées aux États-Unis.

La coopération avec des gestionnaires non-américains

Elle s'est développée avec la croissance des flux d'investissement transfrontaliers. Le phénomène le plus lourd de conséquences est la coopération qui se met en place entre différents établissements, pouvant appartenir à des pays différents, pour faire face à la globalisation.

Les Japonais⁵ jouent un rôle fondamental dans la mise en place de coopérations. D'une part, ils sont intéressés par le marché américain qui présente la liquidité dont ils ont besoin, d'autre part, ils veulent bénéficier de la technicité dont disposent les gestionnaires américains qui peut d'ailleurs être utilisée, avec les accommodements nécessaires, sur le marché japonais lui-même.

Des collaborations, ponctuelles, se mettent en place (aux États-Unis) en vue de gérer des fonds pour des investisseurs japonais et des investisseurs américains qui achètent des valeurs japonaises. Il y a plus de 30 entreprises de coopération entre des Américains et des Japonais dont le but est de maximiser les performances et de favoriser la connaissance des marchés et la diffusion de l'innovation.

Face à ce type de stratégie, d'autres établissements américains s'efforcent de développer des capacités globales couvrant les États-Unis, l'Europe et l'Asie par leurs propres moyens, avec des implantations et si possible des clientèles de chaque continent.

L'avenir indiquera les stratégies les plus adaptées pour faire face à cette évolution très rapide de la globalisation des marchés qui affecte la gestion de fonds comme l'ensemble de la sphère financière.

La coopération internationale

Roll and Ross Asset Management et Daiwa gèrent plus de 2 milliards de dollars d'outils japonais ensemble.

Rossenberg Asset Management créé par Nomura et Rosenberg Institutional Equity Management gère 1 milliard de dollars. Ces deux firmes ont des projets de coopération sur le marché des valeurs japonaises.

Nikko Securities et Barra ont créé une filiale commune (Niba) qui commercialise des modèles quantitatifs de gestion au Japon et aux États-Unis.

Sumitomo et Bankers Trust ont créé à parité Sirmigin Bankers Investment Management. Par ailleurs, Sumitomo joue également un rôle important dans la direction et l'apport de clients à la filiale japonaise de Bankers Trust qui est spécialisée dans la gestion de fonds.

Mitsui Trust et Scudder travaillent ensemble sur des échanges de stagiaires, du conseil pour investir aux États-Unis et la commercialisation de « mutual funds » au Japon.

Des coopérations peuvent associer un troisième partenaire européen :

⁵ — Voir l'article « Tokyo on the Hudson », *Institutional Investor*. Décembre 1988.

G E S T I O N D E F O N D S A U X U S A

Scudder, Industrial Bank of Japan et une banque genevoise, Pictet; New York Life Insurance, Taiyo Mutual Life et le Crédit Commercial de France.

La gestion de fonds a subi une mutation profonde durant ces vingt dernières années aux États-Unis. Des mouvements la traversent actuellement qui continuent de la transformer. Il n'est pas aisé de définir ses contours à un horizon de 10 ans mais on peut prévoir qu'elle sera très différente de ce qu'elle est actuellement.

Partant de ce qui est connu de la gestion de fonds aux États-Unis et des traits qui la différencient avec la situation en Europe et notamment en France, il est tentant de vouloir deviner ou déduire les lignes d'évolution de la gestion de fonds en France.

C'est un exercice périlleux.

Le développement des « consultants » est lié à la place fondamentale des puissants fonds de pension américains, qui n'ont pas d'équivalent en France. La fonction assurée aux États-Unis par les « consultants » répond, cependant, à des besoins que ressentent les investisseurs de tous les pays.

L'ouverture sur les placements à l'étranger a été faite en Europe bien avant qu'elle ne soit à l'ordre du jour aux États-Unis, pays encore très centré sur lui-même. Les gestionnaires américains suivent les Européens vers l'internationalisation mais ils systématisent leur démarche globale en déployant, seuls ou en coopération avec d'autres, leurs forces sur l'Asie et l'Europe.

Il est des aspects particuliers sur lesquels on peut parier qu'ils appartiendront au paysage de la gestion de fonds en France dans les prochaines années. Tout d'abord, les gestionnaires américains sont, de plus en plus, intéressés par l'Europe, ne serait-ce que pour leurs clients américains et peut-être un jour d'autres clients. Leur poids sur les marchés européens va croître.

Le développement des outils quantitatifs et l'utilisation extensive des indices sont des autres aspects de la gestion de fonds américaine qui devraient se développer en Europe.

47

La relation investisseur-gestionnaire, en liaison notamment avec l'emploi des indices pour comparer les résultats, gagnera en transparence et en précision tant pour la définition des responsabilités de chacun que pour l'appréciation des performances.

Il est aussi vraisemblable que la gestion passive visant à dupliquer l'ensemble du marché réussira à acquérir une part de marché significative.

De même, il paraît souhaitable qu'une plus grande attention soit portée en France à l'allocation des fonds entre les grandes classes d'investissement par les gestionnaires comme par les investisseurs. Une approche très technique utilisant des outils statistiques et mathématiques, et des moyens importants seront consacrés à cette étape cruciale dans la formation de la performance d'un portefeuille.

Demain, peut-être en France et en Europe...