

## Analyse du comportement des investisseurs institutionnels selon la littérature

### [ Analysis of the behavior of institutional investors in the literature ]

*Nafii IBENRISSOUL*

Enseignant chercheur, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion ENCG,  
Université Hassan II Mohamedia-Casablanca,  
Maroc

---

**ABSTRACT:** The international financial systems knew important modifications during these last decades. The business of financial intermediation tips over more and more in the hands of new actors that are institutional investors. The rise of institutional investors is an indubitable fact that underlines very numerous researches. It can be analyzed as a deep modification of the capitalism and as a strengthening of the power of the shareholders whose behavior investor and owner is transformed. It is accompanied by the emergence of new finance professions whose the organization structures the practices of investment. The term of institutional investor includes all the financial intermediaries who collect funds to place either with the companies which wish to invest, or by buying securities on the secondary markets of stock exchanges. Institutional investors include banks, insurance companies, pension funds, investment companies as well as organizations for collective investment in transferable securities. Several studies were interested to examine their behavior in financial markets. A first category of works adduces that institutional investors are real "traders". Their main objective is the maximization of the profitability of their short-term investments. Conversely, the second category of works suggests that the proportions of capital more and more important held by institutional investors imply the abandonment of a neutral attitude. Our theoretical investigation of the behavior of these actors has enabled us to highlight several behaviors delegation management, management style and the international diversification of their portfolio.

**KEYWORDS:** Financial intermediation, institutional investors, capitalism, financial markets.

**RESUME:** Les systèmes financiers internationaux ont connu d'importantes modifications au cours de ces dernières décennies. Le métier d'intermédiation financière bascule de plus en plus aux mains de nouveaux acteurs que sont les investisseurs institutionnels.

La montée en puissance des investisseurs institutionnels est un fait indubitable que soulignent de très nombreuses recherches. Elle peut être analysée comme une modification profonde du capitalisme et comme un renforcement du pouvoir des actionnaires dont les comportements d'investisseur et de propriétaire se transforment. Elle s'accompagne de l'émergence de nouvelles professions de la finance dont l'organisation même structure les pratiques d'investissement.

Le terme d'investisseur institutionnel regroupe l'ensemble des intermédiaires financiers qui collectent les fonds pour les placer soit auprès des entreprises qui désirent investir, soit en achetant des titres sur les marchés secondaires des bourses. Les investisseurs institutionnels regroupent les banques, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les sociétés d'investissement ainsi que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Plusieurs recherches se sont intéressées à examiner leur comportement dans les marchés financiers. Une première catégorie de travaux allègue que les investisseurs institutionnels sont de véritables « traders ». Leur principal objectif est la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme. Inversement, une deuxième catégorie de travaux avance que les proportions de capital de plus en plus importantes détenues par les investisseurs institutionnels impliquent l'abandon d'une attitude neutre.

Notre investigation théorique du comportement de ces acteurs nous a permis de ressortir plusieurs comportements ; La délégation de gestion, le style de gestion ainsi que la diversification internationale de leur portefeuille.

**MOTS-CLEFS:** Intermédiation financière, investisseurs institutionnels, capitalisme, marchés financiers.

## 1 INTRODUCTION

La montée en puissance des investisseurs institutionnels est un fait indubitable que soulignent de très nombreuses recherches. Elle peut être analysée comme une modification profonde du capitalisme et comme un renforcement du pouvoir des actionnaires dont les comportements d'investisseur et de propriétaire se transforment. Elle s'accompagne de l'émergence de nouvelles professions de la finance dont l'organisation même structure les pratiques d'investissement.

Ces phénomènes participent à la mutation des relations entre entreprises et actionnaires.

Bricker et Chandar [1] souligne qu'ils sont devenus une caractéristique commune des marchés de capitaux modernes.

En France, la recherche de Morin et Rigamonti [2] fait apparaître que ces investisseurs détiennent la plus grande proportion de capital dans de nombreuses sociétés.

L'institutionnalisation de plus en plus accrue des structures d'actionariat est un fait indubitable. Elle suppose pour ces investisseurs la possibilité d'exercer une influence notable sur les décisions prises par les dirigeants.

Une première catégorie de travaux allègue que les investisseurs institutionnels sont de véritables « traders ». Les reproches de courttermisme des marchés boursiers s'appliquent bien à cette catégorie d'actionnaires. Dans ce cadre, Pound [3] avance que l'objectif des institutionnels est la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme.

Pozen [4] précise que ces investisseurs sont neutres et, dans la plupart des cas, réticents à l'idée de supporter des coûts de contrôle. En cas de mauvaises nouvelles ou de désaccord avec la direction, ils préfèrent quitter le capital (ou selon l'expression « voter avec les Pieds ». La vente de titres est susceptible de signaler au marché le dysfonctionnement perçu et, par conséquent, faire baisser les cours boursiers [5].

Inversement, une deuxième catégorie de travaux avance que les proportions de capital de plus en plus importantes détenues par les investisseurs institutionnels impliquent l'abandon d'une attitude neutre [6].

L'incitation à intervenir auprès de l'entreprise et de contrôler ses dirigeants s'amplifie avec le nombre de titres détenus. La vente de blocs d'actions peut engendrer des pertes considérables. L'option de sortie devient coûteuse voire parfois prohibitive. Ces institutionnels, détenant assez souvent des parts conséquentes de capital, acceptent des coûts de contrôle plus élevés pour protéger leur patrimoine [7]. Ils peuvent désormais influencer le pilotage des entreprises [8] et conduire les dirigeants à prendre les décisions comptables et financières qui favorisent le mieux leur position [9].

A partir de ces différents constats, il était très intéressant d'étudier le comportement de ces « nouveaux » acteurs dans les marchés financiers.

Dans ce sens, une vaste littérature s'est intéressée à étudier le comportement de ses acteurs sur les marchés financiers ; il en ressort une pratique dominante de la majorité des investisseurs institutionnels : la délégation de gestion.

A la fois par la diversité des statuts juridiques et des contraintes réglementaires qui pèsent sur eux, les investisseurs institutionnels constituent une mosaïque d'acteurs. Face à la complexité du tissu de la gestion collective, dresser une liste exhaustive des comportements de ces acteurs n'est pas chose aisée.

Néanmoins, l'examen de la littérature fournit plusieurs éléments d'analyse qui peuvent être regroupés en trois axes. Tout d'abord, l'évolution commune des régimes de contractualisation de ces acteurs est en cause : cette évolution, consacrant l'obligation de moyens, a conduit à un très fort développement de la pratique de la délégation de gestion (1). Ensuite, l'analyse de leur mode de gestion sous l'angle du caractère actif ou passif de leurs politiques, permet de préciser leurs comportements (2). Enfin, l'examen des pratiques de diversification internationale des portefeuilles complète l'analyse de ces acteurs (3).

## 2 LA DELEGATION DE GESTION, PRATIQUE DOMINANTE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le recours croissant à la gestion déléguée a été souligné initialement, comme une pratique de gestion des fonds de pension américains [10]. Elle consiste à confier à des gestionnaires d'actifs extérieurs la gestion de tout ou partie des actifs.

Morin [2] précise que l'on dénombre en 1998 environ 3000 gestionnaires pour le compte de tiers aux Etats-Unis ; cette industrie des *mutual funds* connaît une grande concentration, les dix plus importants gestionnaires contrôlent 20 % des allocations d'actifs des fonds de pension.

Selon cet auteur, les fonds de pension américains délèguent 56 % de leurs actifs financiers à des gérants externes (money managers).

Par opposition, la gestion interne consiste pour le fond à gérer lui-même l'intégralité des actifs qui lui sont confiés.

Les évolutions récentes des cadres juridiques en Europe, notamment au Royaume-Uni, en Allemagne et en France, traduisent ce passage de l'obligation de résultats à l'obligation de moyens : ce régime contractuel constitue, désormais, le cadre dominant des obligations qui incombent aux investisseurs institutionnels.

Les règles qui déterminent la répartition des risques et des rendements varient selon les institutions. Néanmoins, le cadre fixé par le législateur a inscrit le primat de l'obligation de moyens dans les régimes contractuels.

Le fort développement de la gestion déléguée traduit l'adaptation des investisseurs institutionnels à cette évolution. Elle a conduit au basculement des plans à prestations définies vers les plans à cotisations définies.

Le recours croissant à la gestion déléguée a permis le fort développement des gérants pour le compte de tiers : « le professionnalisme requis est plus le trait des money managers et des investment advisors, dont la fonction est de gérer pour le compte de tiers » [11].

Par ailleurs, Ferone [10] précise que les principes d'allocation stratégique aux Etats-Unis sont posés par le mandant : ils comprennent la répartition entre les différents types de supports financiers, le taux d'internationalisation ainsi que les éléments de placements sectoriels.

Les gestionnaires ne définissent que les principes d'allocation tactique.

Baudru et al. [12], soulignent que « plus les contraintes de gestion sont fortes, plus la politique de placement est marquée par un caractère prudent ».

Au niveau européen, l'enquête en 2003 de l'*European Institutional Asset Management Survey* (EIAMS) [13], constate que les investisseurs institutionnels européens poursuivent « leur tendance de recherche de nouveaux styles de gestion, qui demandent une délégation de gestion vers des sociétés externes spécialisées ».

De façon plus précise, une augmentation régulière du nombre moyen de gérants externes par investisseur institutionnel est observée entre l'année 2000 et l'année 2003.

La tendance à cette « diversification », dépasse plus de 5 gérants externes par investisseur institutionnel interrogé.

En France, l'Observatoire Français de la Gestion des Réserves des Institutionnels (OFGRI), dans son enquête pour l'année 2002 auprès de 75 groupes institutionnels Français précise : « La totalité des institutions participantes, quelle que soit leur taille, délègue la gestion d'au moins une partie de leurs actifs ».

Pour l'année 2002, le niveau moyen de délégation des actifs est de 68 % en augmentation par rapport à 2001.

La tendance majoritaire et croissante de la gestion déléguée, apparaît s'imposer comme une caractéristique générale du comportement des investisseurs institutionnels à la fois aux Etats-Unis et en Europe.

Le croisement de ces deux critères permet alors, nonobstant l'impact des formes juridiques, de construire une typologie.

**Table 1. La Délégation De Gestion**

		Nature de l'obligation	
		Résultat	Moyens
Gestion	Directe	Fonds DB directs	Fonds DC directs
	Déléguée	Gestionnaires DB délégués	Gestionnaires DC délégués

Source : D. Baudru : *les investisseurs institutionnels internationaux, 2001, p : 4*

Une étude de Baudru, Lavigne et Morin en 2001 [14] sur le comportement des investisseurs institutionnels américains, a montré qu'il existe une différence remarquable entre les différents fonds en tenant compte de deux critères que sont :

- La composition organique des portefeuilles ;
- Le taux de rotation des actifs en portefeuille.

Les acteurs financiers qui agissent sur un double plan « délégation de gestion soumise à une simple obligation de moyens » ont un comportement caractérisé par :

- Une composition de portefeuille à dominante « action » ;
- Un taux de rotation des actifs plus élevés que la moyenne.

Nous pouvons dire que leur politique de placement apparaît donc guidée par la recherche de couple risque-rentabilité élevés. Elle se caractérise par des principes d'allocation stratégique marqués par une dominante action et par une allocation fondée sur un taux de rotation élevé des valeurs en portefeuille. Ce comportement stratégique doit être analysé comme traduisant les conditions d'exercice du métier de l'investisseur.

Ainsi, aux États-Unis, le cadre institutionnel de gestion de l'épargne fait reporter l'ensemble du risque financier ultime sur le mandant. La pression à l'obtention de résultats financiers est donc importante et renforcée par l'organisation du marché de la délégation de fonds.

En effet, les différents gestionnaires sont, dans ce cadre précis, soumis à une évaluation relative semestrielle sous la forme de *benchmarking* (ils sont donc soumis à une évaluation de la performance relative à court terme). Il en résulte logiquement une allocation donnant le primat à la détention d'actions, associée à une rotation rapide des actifs.

Les principales caractéristiques de placement des investisseurs semblent donc déterminées par les conditions d'organisation des marchés de délégation des fonds, elles-mêmes liées à la nature des obligations qui pèsent sur les gestionnaires.

Cette conviction est confirmée, si on observe la politique de placement d'investisseurs qui se situent à l'autre extrémité de spectre retenu et qui agissent donc dans le cadre d'une gestion directe et sous une obligation de résultat.

En effet, une étude sur un échantillon de 53 investisseurs américains en 1999 (Baudru, Lavigne et Morin) [14] a montré que les investissements financiers de ces gérants directs sous obligation de résultat révèlent une dimension obligataire forte. Ce qui veut dire que, plus les contraintes de gestion sont fortes, plus le comportement des investisseurs tend vers l'équilibre de la structure des valeurs en portefeuille.

La préoccupation centrale de ces acteurs n'est pas la recherche de la maximisation sous contrainte de la performance mais bien l'aversion vis-à-vis du risque, puisque la couverture du risque ultime est à la charge du fonds.

En même temps, la politique de placement présente une durée longue qui excède l'horizon de calcul économique des firmes.

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

Toujours selon la même étude précitée, on s'aperçoit que ces acteurs ont une politique de placement médiane sur les deux critères retenus représentant les politiques de placement.

En effet, les principes d'allocation stratégique sont posés par le mandant. Ils comprennent la répartition entre les différents types de supports financiers, le taux d'internationalisation ainsi que les éléments de placement sectoriel [10].

Seuls les principes d'allocation tactique peuvent être définis par les gestionnaires. Il s'ensuit que le taux de rotation des placements est plus élevé que celui des fonds gérant en direct et soumis à une politique de placement en expert prudent, mais reste inférieur à celui des gestionnaires intervenant dans le cadre de placements à simple obligation de moyens.

### 3 STYLE DE GESTION : GESTION ACTIVE OU GESTION PASSIVE

#### 3.1 DEFINITION

Les investisseurs institutionnels mettent souvent en avant le style de gestion du portefeuille comme argument commercial. Au-delà des discours, ils affirment qu'ils adoptent réellement une pratique de gestion différenciée [15].

La théorie standard du choix du portefeuille postule que l'investisseur arbitre parmi les actifs existants sur le marché, afin de maximiser le rapport rendement/risque.

Il détermine ainsi un portefeuille efficient. Cette configuration implique des coûts de recherche d'informations et de traitement de données importants. Le gérant peut aussi opter pour une sélection ad hoc de titres. Il privilégie certains titres suivant des critères qui lui sont personnels.

Le terme style de gestion traduit cette liberté que s'accorde le gérant au regard des prescriptions de la théorie financière. « L'investisseur qui adopte un style de gestion pense que celui-ci lui permet de construire un portefeuille dont la combinaison rendement/risque est supérieure à celle du portefeuille du marché » [16].

On parle de gestion active pour qualifier ces stratégies de sélection de titre, par opposition à la gestion passive, visant à reproduire le rendement d'un marché ou d'un portefeuille de marché.

La gestion active d'un portefeuille ne doit pas s'appréhender uniquement en termes de rentabilité excédentaire par rapport à un portefeuille de référence. Elle relève d'un processus complet où en amont est supposée exister une compétence supérieure du gérant. Cette compétence s'analyse en une capacité prédictive et se manifeste par des choix d'allocation de positions qui découlent des anticipations du gérant [17].

Dans ce type de stratégie, l'investisseur estime a priori, pour des raisons fondées ou non, qu'il peut obtenir de meilleurs résultats que ceux atteints par une stratégie passive. Son objectif est d'atteindre un return espéré supérieur à celui du marché, à risque égal [18].

A contrario, la gestion passive (ou indexée) du gestionnaire, traduit la recherche de reproduction d'un indice boursier : il organise alors son portefeuille en suivant la composition de l'indice.

Des gestions mixtes combinant à la fois gestion active et gestion passive sont également réalisées.

La littérature relative aux styles de gestion a une vingtaine d'année. Elle concerne essentiellement des travaux économétriques qui visent à spécifier les déterminants de ces styles. Il s'agit d'expliquer les performances constatées ou les compositions de portefeuille à partir de données connues.

Ces données furent d'abord des variables financières tels que l'évolution récente des cours ou le niveau de capitalisation des sociétés.

Fant et O'neal [19] ou Chan, Chen et Lakonishok [20] procèdent de la sorte pour classer des fonds collectifs américains. Berdot, Goyeau et Léonard [21] justifient la diversification sectorielle des portefeuilles en mesurant le positionnement par rapport à la conjoncture et la sensibilité au marché financier des secteurs français.

L'article d'Aaron, Galanti et Tadjeddine [22] propose une méthode originale à travers les cartes de kohonen pour classer les fonds français.

Depuis peu, des travaux intègrent aussi des critères plus qualitatifs et plus spécifiques aux fonds, tels que l'expérience du gérant, la taille de l'encours, le taux de rotation, comme Kim, Shukla et Tomas (2002), et notamment l'étude de Aaron, Bilon, Galanti et Tadjeddine (2007) [22].

En effet, Mathis [16] propose de distinguer trois phases dans le choix du portefeuille. La première phase, dite stratégique, conduit à préciser le segment du marché qui servira de référence (benchmark) pour le fonds. Il s'agit le plus souvent d'un indice du marché. Cette décision est prise avant la constitution du fonds et n'est généralement pas du ressort du gérant.

La deuxième phase, dite tactique, spécifie les objectifs attendus du fonds au regard du benchmark : s'agit-il de répliquer l'indice, de le surperformer ou seulement d'un étalon de comparaison ?

Enfin, la troisième étape consiste en la sélection proprement dite des titres afin de satisfaire les objectifs de rentabilités impartis au fonds. Le gérant intervient seulement dans les deux dernières étapes.

Aaron, Bilon, Galanti et Tadjeddine [23] ont défini les styles de gestion à travers trois éléments :

- La présence ou non d'un référent ;
- La nature de l'influence du référent ;
- L'existence de conditions lors de la sélection des titres.

De la sorte, les auteurs ont pu distinguer six classes homogènes et exhaustives de style :

Table 2. Typologie des styles de gestion

Définition	(1) Existence d'un benchmark	(2) Objectif lié au benchmark	(3) Conditions sur la sélection des titres
Indiciel	Indice de marché	Répliquer	Appartenance à un indice
Quantitatif	Indice de marché	surperformer	Appartenance à un indice
Sectoriel	Indice sectoriel	surperformer	Secteur et cycle macro-économique
SP stratégique	Pas systématique	Comparer	Données fondamentales et événements
SP growth	Pas systématique	Comparer	Croissance régulière des bénéfices
SP value	Pas systématique	Comparer	Valeurs décotées à fort potentiel de hausse

Source : Aaron, Bilon, Galanti et Tadjeddine (2007)

Ainsi, le style *indiciel* consiste à donner une priorité aux valeurs appartenant à un indice. L'objectif est de répliquer un benchmark.

Le style *quantitatif* diffère du style *indiciel* sur la nature de l'engagement vis-à-vis du benchmark. Il ne s'agit plus de répliquer mais de faire mieux que l'indice.

Le style *sectoriel* vise à sélectionner des titres suivant leur secteur d'appartenance, en tenant compte de leur positionnement dans le cycle économique. La plupart des fonds optent pour un engagement de surperformance.

Les styles *stock-picking* sélectionnent prioritairement les valeurs en fonction de leurs données fondamentales. Ils n'ont aucun engagement contractuel vis-à-vis d'un indice, utilisé comme élément de comparaison (Boulier et Prado, 2005). Il s'agit d'une gestion traditionnelle avec des paris faits sur des valeurs au regard de l'anticipation de leurs fondamentaux.

Aaron, Bilon, Galanti et Tadjeddine [23] distinguent trois sous-styles :

- Le style *growth* ou *stock-picking growth* : le fonds est orienté vers des sociétés ayant une activité reconnue, dont la croissance des bénéfices est régulière ;
- Le style *value* ou *stock-picking value* : le fonds privilégie les sociétés dont les cours boursiers sous-évaluent la valeur fondamentale et dont on prévoit une hausse importante ;
- Le style *stratégique* ou *stock-picking stratégique* : le gérant choisit des valeurs selon les informations et les anticipations qu'il reçoit. Il pourra être tantôt *value*, tantôt *growth*.

### 3.2 ETUDES EMPIRIQUES

Aux Etats-Unis, le poids majoritaire de la gestion indicielle a été observé, notamment par Horan [24] : ce résultat concerne un échantillon très large d'institutionnels américains, à la fois sur leur marché domestique et sur le marché international.

En ce qui concerne les institutionnels européens, l'enquête de l'EIAMS [13] met en avant que la première directive adressée aux gestionnaires externes est la gestion indexée.

Plusieurs éléments peuvent expliquer le fait que les gestionnaires des fonds soient beaucoup plus enclins à favoriser des modes de gestion axés sur l'indexation.

En premier lieu, les coûts de gestion sont moins élevés puisqu'il n'est pas nécessaire de faire appel à des spécialistes [11].

Selon ces mêmes auteurs, une deuxième raison est que la responsabilité des dirigeants est mieux couverte car, aux yeux de la loi, ceux-ci peuvent faire la preuve, qu'en suivant les indices, ils ont cherché à diversifier leur portefeuille et donc à réduire le risque.

La gestion passive des investisseurs institutionnels résulte également d'un effet de taille : en effet, la dimension des portefeuilles gérés par ces acteurs est telle qu'il leur est difficile de céder (ou d'acheter) sur le marché, une part significative de leurs titres sans affecter l'équilibre de ce dernier.

Des travaux empiriques ont avancé une autre explication du rôle prépondérant de la gestion passive : il est de plus en plus difficile de « battre l'indice » en termes de rendement

Une autre possibilité d'explication de la préférence pour l'indexation, réside dans le fait qu'une part croissante des capitaux liés à la retraite est « entre les mains » des mêmes gestionnaires de fonds de pension ou de ceux en charge des fonds mutuels : la similarité des modes de gestion financière des fonds de pension et des fonds mutuels en découle.

Baudru et Lavigne [12] ont effectué une analyse comparative du comportement d'investisseurs institutionnels américains et français : les deux échantillons sont constitués des dix plus importants investisseurs institutionnels américains et français, dans chacune des deux zones, en mars 2001.

Ces auteurs mettent en avant deux comportements divergents : les investisseurs institutionnels américains mèneraient globalement une politique plus active que les investisseurs français. Ces derniers « semblent suivre une politique passive de reproduction de l'indice ».

Un consensus sur le fait que les investisseurs institutionnels utilisent plus la gestion indicielle qu'une gestion très active, semble s'imposer. L'évolution du cadre juridique en faveur d'une obligation de moyens, les contraintes fiduciaires (devoir de prudence) et les difficultés à battre le marché seraient en cause. Cependant ces éléments d'ensemble ne sauraient occulter l'existence de disparités entre ces acteurs.

D'autre part, le caractère relatif des politiques d'investissement « plus ou moins actives », impose la prudence. La rareté des travaux empiriques fait ici défaut.

### 3.3 GESTION ACTIVE OU GESTION PASSIVE ?

La question qui se pose est « une gestion active » permet-elle d'améliorer le rendement du placement des fonds collectifs de placement ?

Cette question est très largement traitée dans la littérature. Depuis l'article de Jensen [25], on tend à penser que le rendement net des fonds gérés de façon active ne dépasse pas celui d'un portefeuille de référence passif.

Au cours des années 90, plusieurs travaux semblaient montrer le contraire en raisonnant sur les rendements globaux des fonds, et leurs dépenses. L'utilisation de données permettant de reconstituer le portefeuille des fonds a remis en cause ce résultat.

Ainsi, Grinblatt et Titman [26] et Pinnuck [27] sur des données australiennes, concluent que les gestionnaires de fonds montrent un certain talent pour sélectionner des actions qui battent leur portefeuille de référence, et que cela est particulièrement net pour les fonds orientés vers la croissance.

Wermers [28] montre qu'en moyenne les fonds détiennent des actions qui battent le marché, en particulier parce que les actions qu'ils détiennent ont un rendement supérieur à celui des actions de même type.

Cependant Chen, Jegadeesh et Wermers [29] montrent que les actions dont les fonds détiennent les proportions les plus importantes (nombre d'actions détenues sur nombre total de ce titre en circulation) n'ont pas de performance supérieure aux autres.

Dans leur travail, Daniel, Grinblatt, Titman et Wermers [30] confirment que les performances des fonds sont bonnes dans le sens où les gestionnaires sélectionnent de « bonnes » actions (plus rentables que leur portefeuille de référence<sup>1</sup>) mais que cet écart est modeste d'une part (probablement d'un montant égal aux frais que les fonds font payer à leurs investisseurs), et que d'autre part, il n'y a pas, par contre, d'habileté temporelle spécifique au sens où les fonds n'accroissent pas leur rentabilité en choisissant d'augmenter le poids dans leur portefeuille des types d'actions dont le rendement s'est amélioré.

En fait, la rentabilité des fonds serait liée à une tendance des fonds à acheter des actions aux rendements passés élevés, ces rendements étant auto-corrélés (effet momentum), plus qu'à une information particulière sur leur fondamentaux.

---

<sup>1</sup> Pour évaluer les rendements des fonds, Daniel, Grinblatt, Titman et Wermers (1997) ont proposé une méthodologie permettant de calculer de façon très fine pour chaque action le rendement par rapport à un portefeuille de référence. Ces portefeuilles de référence, au nombre de 125, contiennent des actions homogènes du point de vue de la taille du ratio *book to market*, et des rendements passés.

De nouveaux travaux viennent toutefois moduler ces résultats.

En effet, Chen, Jegadeesh et Wermers [29] ont montré sur les mêmes données que les rendements ajustés des actions achetées au cours du trimestre précédent par les fonds étaient de 2 % (en valeur annualisée) supérieurs au rendement ajusté des actions vendues sur la même période.

Ils soulignent aussi que les fonds de croissance font de ce point de vue de meilleures performances, de même que les fonds dont le *turnover* est plus élevé, et enfin que la persistance des bonnes performances s'explique pour une bonne part par l'effet *momentum* (c'est-à-dire que le rendement passé des actions permet de prévoir leur rendement futur).

Pinnuck [27] obtient des résultats assez proches indiquant la présence de rendements anormaux pour les actions récemment achetées par les fonds australiens, surtout dans le cas des actions de taille importante.

Dans la même veine, dans un travail récent, Baker, Litov, Watcher et Wurgler [31] ont fait référence à la capacité des managers de fonds à sélectionner des actions, en observant leurs échanges avant les annonces de gains.

D'après ces auteurs, les rendements consécutifs à ces annonces sont significativement plus élevés pour les actions, que les fonds achetés dans la période précédant l'annonce, que pour celles qu'ils ont vendues sur la même période<sup>2</sup>.

En ce sens, les managers feraient preuve d'une habileté particulière dans l'analyse fondamentale des titres, cette qualité étant significativement plus marquée chez les gestionnaires de fonds de croissance relativement aux fonds qui affichent un objectif de revenu.

Au total donc, les managers de fonds semblent faire preuve d'une habileté particulière à choisir leurs titres et à faire évoluer leur portefeuille (particulièrement les gestionnaires de fonds de croissance, et ceux qui pratiquent un fort *turnover*).

Cela étant, comme le souligne Wermers [28], les coûts de cette gestion, (honoraires du fonds, dépenses de gestion et coûts de transaction), ainsi que la faible rentabilité des placements autres que les actions font que leur rentabilité apparente n'est pas supérieure à celle par exemple des fonds indiciels.

## 4 LA DIVERSIFICATION INTERNATIONALE DES PORTEFEUILLES

### 4.1 LA DIVERSIFICATION INTERNATIONALE : LES RECHERCHES EMPIRIQUES

Les travaux fondateurs de la théorie du portefeuille (Markowitz, [32]), mettent en avant que les bénéfices d'une diversification internationale sont théoriquement supérieurs à ceux obtenus par une diversification nationale : moins les rendements des titres sont corrélés entre eux, plus les gains à attendre d'une diversification sont importants. La littérature fournit un consensus des avantages liés à la diversification internationale : ceux-ci augmentent avec l'indépendance des économies des pays concernés.

De nombreuses études empiriques ont montré les avantages de la diversification des portefeuilles.

Grubel [33] développe un modèle de choix de portefeuille au niveau international et analyse les gains potentiels de l'investisseur lorsqu'il détient des actifs internationaux.

Sur la période 1959-1966, il a calculé les coefficients de corrélation entre le rendement mensuel et l'indice du marché américain et ceux du Canada, de la Belgique, de la France, de l'Italie, et des Pays Bas, de l'Allemagne, et de la Grande Bretagne.

Les résultats de l'auteur montrent que les portefeuilles efficients sont ceux qui sont les plus diversifiés au niveau international. Les portefeuilles composés d'actifs représentant tout les pays développés obtiennent, d'une part, des rendements plus élevés et, d'autre part, un risque plus faible que le portefeuille américain.

Un autre travail de Levy et Sarnat sur un échantillon composé à la fois de pays développés et de pays en voie de développement, soit au total 28 pays, a indiqué que les portefeuilles constitués des paires d'indices des 28 pays ont une meilleure performance que ceux qui ne considèrent qu'un seul indice.

---

<sup>2</sup> Ce résultat est confirmé lorsque l'on ajuste le rendement des actions à celui d'un portefeuille de référence contenant des actions similaires du point de vue de la taille, du ratio *book to market* et du rendement passé.

Solnik [34] évalue les effets de diversification internationale sur le risque de portefeuille. Son analyse s'étend aux Etats-Unis, en Grande Bretagne, en France, en suisse, en Belgique, en Italie et aux Pays Bas.

Ses résultats confirment que la diversification internationale permet une diminution de risque plus importante qu'une diversification nationale.

La plupart des recherches historiques présentées ont été menées dans un contexte de régime de change fixe. Or, l'investisseur d'aujourd'hui, qui diversifie son portefeuille sur différents marchés, se trouve confronté à un risque supplémentaire, celui se référant au change (EL Mekkaoui.N, [35]).

#### 4.2 LES STRATEGIES DE DIVERSIFICATION INTERNATIONALE DE PORTEFEUILLE SONT-ELLES AUJOURD'HUI OPPORTUNES ?

Selon EL Mekkaoui. N [35], dans le contexte actuel, la diversification géographique des portefeuilles est une opération qui se révèle encore profitable pour les investisseurs lorsque les marchés des capitaux sont imparfaitement corrélés entre eux.

Les études empiriques analysées précédemment ont montré qu'en introduisant dans un portefeuille des actifs internationaux, dont les cours étaient imparfaitement corrélés entre eux, ce dernier obtenait de meilleurs résultats en termes de rentabilité et de risque qu'un portefeuille diversifié au niveau national.

Les travaux récents, effectués dans ce domaine, concluent à des résultats similaires malgré le risque de change.

Néanmoins, la crise économique et financière de 2009 semble avoir modifié profondément l'attitude et les pratiques des investisseurs : telle est la principale conclusion de l'enquête EIAMS 2009<sup>3</sup>.

Outre une rotation importante de l'allocation d'actifs en faveur des produits de taux et des produits de trésorerie au détriment des actions, l'enquête montre que les investisseurs sont de plus en plus attentifs à l'horizon de placement, puisqu'ils doivent maintenant redresser la valeur de leurs portefeuilles après les récents bouleversements des marchés.

« Les investisseurs ont perdu beaucoup d'illusions sur les mérites des différentes classes d'actifs, et demeurent toujours confrontés à la difficulté de construire des portefeuilles sur la base des performances attendues et de la diversification des risques. Ils ont désormais beaucoup moins de certitudes quant au rôle que peuvent jouer aujourd'hui les différentes catégories d'actifs en matière de performance »<sup>4</sup>.

D'après l'enquête de l'EIAMS, la part des actions au sein des portefeuilles est passée à 25 %, contre 32 % un an plus tôt. La proportion des investissements obligataires a gagné 3 points de pourcentage à 54 %. Les produits de trésorerie sont les grands gagnants : ils représentent désormais 10 % des actifs en portefeuille, contre 6 % l'année précédente.

14 % des investisseurs sondés prévoient de continuer à renforcer leur allocation en produits de trésorerie et seuls 5 % envisagent d'alléger leurs positions en portefeuille. On note également le succès croissant des obligations d'entreprises, qui représentent aujourd'hui 18 % de l'ensemble des actifs contre 12,9 % dans l'enquête EIAMS 2008, ainsi qu'un biais prononcé en faveur de l'Europe au sein de l'allocation d'actifs. Ainsi, en moyenne, 81% des actifs sont investis en Europe contre 8,7% aux Etats-Unis et 2,2% en Asie.

Pour l'avenir, les investisseurs qui prévoient d'accroître leur allocation en actions sont aussi nombreux que ceux qui prévoient de la réduire, ce qui laisse suggérer un optimisme prudent quant à la possibilité d'une issue à la crise.

<sup>3</sup> Ces conclusions sont issues des résultats de la 9ème enquête européenne sur la gestion des réserves des investisseurs institutionnels, publiée par Invesco et conduite en collaboration avec Investment & Pensions Europe (IPE) entre décembre 2008 et avril 2009. Cette enquête vise à mieux appréhender les attentes et les comportements des investisseurs institutionnels européens en fonction de la taille des institutions. Comme pour les précédents exercices, les catégories d'investisseurs interrogés ont été les compagnies d'assurances, les fonds de pension dont la représentation est en hausse dans l'étude 2009 et les autres types d'investisseurs institutionnels. L'enquête EIAMS 2009 repose sur l'analyse de réponses de 117 investisseurs issus de 24 pays (France, Allemagne, Benelux, Grande-Bretagne, Irlande, Suisse, Italie...) représentant près de 477 milliards d'euros. Elle a bénéficié du soutien renouvelé de l'AFG, de NYSE Euronext et de l'association allemande BVI.

<sup>4</sup> Explique Yves Van Langenhove, Directeur commercial institutionnel pour le Benelux et la région nordique chez Invesco.

Toutefois, dans l'ensemble, les investisseurs interrogés considèrent les produits de taux comme la plus importante source de performance absolue, suivie par l'immobilier.

Le niveau de risque et la performance demeurent les principaux objectifs d'investissement de tous les institutionnels interrogés, mais l'enquête met en lumière la priorité nouvelle donnée à l'horizon de placement (classé en priorité 1 contre 5 en 2008) pour les actifs gérés en interne.

### 4.2.1 LA DIVERSIFICATION INTERNATIONALE DE PORTEFEUILLE APPARAÎT TOUJOURS PROFITABLE AUX INVESTISSEURS

Solnik [34] montre la supériorité des portefeuilles diversifiés au plan international sur le marché des actions et des obligations. Il analyse la performance et la volatilité des marchés de 17 pays développés sur la période 1980-1990. Les résultats obtenus indiquent que le risque de portefeuille diversifié au plan international est nettement inférieur à celui d'un portefeuille composé d'actions françaises malgré le risque de change.

Une autre étude d'Artus et Flamarion [36] a fait ressortir que, pour un même risque, la diversification internationale permet d'accroître le rendement moyen de 4 à 5 points.

La diversification internationale de portefeuille est, en conséquence, optimale lorsque le risque de change est couvert.

Cela étant, la diversification d'un portefeuille au niveau international ne présente un intérêt pour l'investisseur que si les marchés étrangers concernés sont faiblement corrélés entre eux.

Or, en raison de processus d'intégration croissante des marchés internationaux, l'intérêt pour l'investisseur de diversifier au plan international son portefeuille peut être remis en cause.

Les gains liés à la diversification ne seraient pas homogènes ; ils dépendraient notamment de l'état de l'économie et du marché financier national (Hasan et Simaan [37]). Dans cette optique, plus le marché financier national est réduit, plus les investisseurs ont intérêt à diversifier leurs actifs.

De façon symétrique, plus le marché national est large et diversifié, moins les investisseurs ont intérêt à diversifier leurs portefeuilles à l'international. Par ailleurs, le pendant de la recherche de rentabilité, c'est à dire la diminution du risque total, doit également être pris en compte. En effet, la faible corrélation des marchés financiers, incite à la diversification internationale pour supporter un risque moindre : l'obtention des gains attendus étant égale à ceux attendus de la diversification nationale (Grubel, [33]).

Malgré les recommandations de la théorie financière incitant à la diversification internationale, la préférence des investisseurs institutionnels pour les titres nationaux est observée par de nombreux travaux.

### 4.2.2 LA FAIBLESSE DU DEGRÉ DE DIVERSIFICATION INTERNATIONALE DES PORTEFEUILLES

La plupart des investisseurs des cinq pays les plus industrialisés diversifient très faiblement leur portefeuille sur les marchés internationaux de capitaux.

French et Poterba [38] ont été les premiers à mettre en évidence l'existence de ce « biais domestique », à travers une analyse de la composition géographique de portefeuilles d'investisseurs institutionnels américains, britanniques et japonais.

Tesar et Werner [39], ont observé ce phénomène de façon dynamique de 1970 à 1990 : la faible part des titres étrangers, dans les portefeuilles d'investisseurs allemands, américains, britanniques, canadiens et japonais, est confirmée en tendance. Baudru et Lavigne [12] ont également mis en évidence ce biais domestique à la fois pour les investisseurs français et américains.

De façon plus précise, Jeffers et Plihon [11], soulignent que les investisseurs américains pratiquent beaucoup plus la gestion externe dans la gestion de leurs actifs au niveau international, que sur leur marché domestique. Pour les investisseurs institutionnels européens, les résultats de l'EIAMS pour l'année 2003, confirment également la forte préférence nationale et « européenne », dans la composition géographique des portefeuilles.

Un consensus d'ensemble paraît s'imposer : en dépit des gains liés à une diversification internationale, on assiste à une forte préférence des investisseurs institutionnels pour les investissements domestiques.

La littérature propose deux voies d'explications à ce phénomène. Celles-ci s'articulent autour de la distinction entre les barrières implicites et les barrières explicites. En substance, les barrières implicites comportent deux éléments : le risque politique (Kang et Stulz, [40]) et l'asymétrie de l'information (Shiller et al., [41]).

Les barrières explicites comportent principalement trois dimensions : les coûts de transaction (Mayshar, [42]), l'ensemble des taxes discriminatoires à l'investissement international (Black, [43]) et les aspects institutionnels (Tesar et Werner [44]).

Cependant, la prise en compte des barrières explicites n'enrichit que très partiellement la compréhension du phénomène du biais domestique dans le comportement des investisseurs institutionnels. Ce constat est souligné notamment par French et Poterba (1991), Cooper et Kaplanis [45] et Tesar et Werner [44]. Le pouvoir explicatif de l'asymétrie d'information, apparaît plus pertinent : toutefois, selon Campo [46], aucune étude n'est centrée sur ce point.

## REFERENCES

- [1] Bricker R. et Chandar N. (2000), *“Where Berle and Means went wrong : a reassessment of capital market agency and financial reporting”*, Accounting, Organizations and Society, vol.25, p.529-554.
- [2] Morin F. et Rigamonti E. (2002), *Evolution et structures de l'actionnariat en France*, Revue Française de Gestion, n° 141, pp. 155-181.
- [3] Pound J. (1988), *“Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight”*, Journal of Financial Economics, vol. 20, pp. 237-265.
- [4] Pozen R.C. (1994), *“Institutional investors: the reluctant activists”*, Harvard Business Review, January- February, pp. 140-149.
- [5] Allegret J.P. et Baudry B. (1996), *“La relation banque-entreprise : structures de gouvernement et formes de coordination”*, Revue Française d'Economie, vol. 11, pp. 3-36.
- [6] Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, Editions La découverte, Paris.
- [7] Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), *“Large shareholder and corporate control”*, Journal of Political Economy, vol. 94, n° 31, pp 461-488.
- [8] Mottis N. et Ponsard J.P. (2002), *“L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises”*, Revue Française de gestion, vol. 28, n° 141, pp. 225-248.
- [9] Baker R. et Wallage P. (2000), *“The future of financial reporting in Europe: its role in corporate governance”*, The International Journal of Accounting, vol. 35, n° 2, pp. 173-187.
- [10] Ferone G., (1997), *“Le système de retraite américain, les fonds de pension,”* Edition Montchrétien, La bibliothèque d'Economie Financière.
- [11] Jeffers E. et Plihon P. (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, Paris.
- [12] Baudru D. et Lavigne S., 2001, *“Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier”*.
- [13] European institutional asset management survey (EIAMS), 4th Consolidated report of the management of institutional assets by investors in Benelux, France, Germany, Italy and the united Kingdom, June 2003.
- [14] Baudru D., Lavigne S. & Morin F., (2001), *“Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains”*, Revue d'Economie Financière, (n°61, mai 2001), p.121-134.
- [15] Roy, D., (2005), *“Les enjeux de la multigestion”*, Revue d'économie financière, n°79, p.153-164.
- [16] Mathis J., (2002), *“Gestion d'actifs”*, Economica, Gestion.
- [17] Hubert de la bruslerie, (2002), *“Gestion obligataire : Marchés, taux d'intérêt et actif financier”*, Tome 1, Edition Economica.
- [18] Broquet C et VAN den berg A, *Gestion de portefeuille –Actions, obligations, options*, De Boeck, Bruxelles, 1992.
- [19] Fant F., O'neal E., (1999), *“Do you need more than one manager for a given equity style?”*, Journal of Portfolio management, 25 (4), p.68-76.
- [20] Chan L., Chen H-S., Lakonishok J., (2002), *“On mutual fund Investment Styles”*, Revue of Financial Studies, 15, p.1407-1437.
- [21] Berdot J-P., Goyeau D., Leonard J., (2005), *“les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles”*, Revue d'Economie Financière, n°78, p345-362.
- [22] Aaron C., Galanti S., Tadjeddine Y. (2004), *“La gestion collective dans un marché agité : la dynamique des styles de gestion à partir des cartes de Kohonen”*, Revue d'économie politique, 114(4), p.507-527.
- [23] Aaron C., Bilon I., Galanti S., Tadjeddine Y. (2007), *“les styles de gestion de portefeuille : Existe-t-ils ?”*.
- [24] Horan S., (1998), *“A comparison of indexing and beta among pension and non pension assets”*, the journal of financial research.
- [25] Jensen M.C., (1968), *“The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964”*, The Journal of Finance, vol. 23, n° 2, p. 389-416.
- [26] Grinblatt M. & S. Titman (1989), *“Mutual Funds Performance: An Analysis of Quarterly portfolio Holdings”*, Journal of business, vol 62, n°2, pp 393-416.

- [27] Pinnuck, M., (2003), "An examination of the performance of the holdings and trades of fund managers." *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 38, 811-828.
- [28] Wermers R., (1999), "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices", *Journal of Finance*, vol 54, n°2, pp 581-622.
- [29] Chen H., Jegadeesh N. & Wermers R., (2000), "The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- [30] Daniel K., Grinblatt M., Titman S., Wermers R., (1997), "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks", *Journal of Finance*, vol. 52, n°3
- [31] Baker, Malcolm, Lubomir Litov, Jessica A. Wachter and Jeffrey Wurgler, 2005, *Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence from Their Trades Prior to Earnings Announcements*, Working Paper, Harvard Business School.
- [32] Markowitz H., (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, p.77-91.
- [33] Grubel H.G, (1990), "Internationally Diversified Portfolios", *American Economic Review*, p.1299-1314.
- [34] Solnik, Bruno. 1991. *International Investments*, Reading, Mass.: Addison-Wesley Pub.
- [35] EL MEKKAOUI DE FREITAS N. : "Diversification, rendement et risque des fonds de pension", à paraître in fonds de pension : de la microéconomie à la macroéconomie, *Economica*, 1999.
- [36] Artus P. & Flamarion E., (1993), "Qu'apporte la diversification internationale des portefeuilles ?", cahier de recherche, caisse des dépôts et consignations.
- [37] Hasan I. & Simaan R.W, (2000), "A rational explanation for home country Bias", *Journal of international money and finance*, p.331-361.
- [38] French K.R & Poterba S., (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, p.222-226.
- [39] Tesard L. & Werner R., (1995), "Home Bias and high turnover", *Journal of International money and finance*, p.467-493.
- [40] Kang J.F & Stulz D., (1997), "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, p.3-28.
- [41] Shiller R.J, Kon-Ya C. & Tsutsui T., (1990), "speculative Behavior in the stock Markets: Evidence from the US and Japan", Working paper, Yale University.
- [42] Mayshar J., (1979), "Transaction costs in a model of capital market equilibrium under uncertainty", *Journal of Economy*, p.673-700.
- [43] Black F., (1974), "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers", *Journal of Financial Economics*, (1, 4), p.337-352.
- [44] Tesard L. & Werner R., (1995), "Home Bias and high turnover", *Journal of International money and finance*, p.467-493.
- [45] French K.R & Poterba S., (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, p.222-226.
- [46] H. CAMPO (2005), "Un panorama des investisseurs institutionnels en Europe : constats empiriques et débats", Association Française de Finance (AFFI), AFFI.