

Organisation et performance : le lien entre l'organisation des sociétés de gestion de portefeuille et la performance financière des fonds gérés

Jean MOUSSAVOU
Université de Tours

Philippe GILLET
Université de Poitiers

Classification JEL : G190, G230, L290

Correspondance :

IAE de Tours
50 avenue Jean Portalis, BP 0607
37206 Tours cedex 3
Email : jean.moussavou@wanadoo.fr

Résumé : La présente étude propose d'examiner le lien entre les politiques organisationnelles des sociétés de gestion de portefeuille et la performance des fonds gérés. L'étude s'appuie sur une quinzaine d'entretiens exploratoires organisés avec des responsables de sociétés, et sur une analyse de données qualitatives et quantitatives collectées auprès d'un échantillon de fonds d'investissement français (SICAV et FCP). Les résultats de l'étude causale (PLS) montre un pouvoir explicatif des variables organisationnelles sur la performance.

Mots clés : marchés financiers – gestion de portefeuille – société de gestion de portefeuille – performance de gestion de portefeuille – OPCVM.

Abstract : The present study proposes to examine the link between the organisational policies of the investment management companies and the performance of the managed funds. This study is based on about fifteen exploratory talks organized with persons in charge of investment management companies, and on an analysis of qualitative and quantitative data collected from a sample of French funds (SICAV and FCP). The results of the causal study (partial least square) shows an explanatory capacity of the organisational variables on the performance.

Key words : financial markets – portfolio management – investment management companies – investment performance – French mutual funds.

La mise en évidence d'un lien pouvant exister entre l'organisation des entreprises et leurs performances demeure l'un des points d'ancrage essentiels de la recherche en gestion. Selon les disciplines, les approches et les conclusions sont contrastées. Pour les spécialistes en sciences des organisations, le rapport est évident. L'évolution de la structure de la firme, en liaison avec sa stratégie, influe sur les performances de celle-ci. Il s'agit cependant de performances organisationnelles, dont les mesures nécessairement qualitatives sont délicates. Elles n'ont qu'un lointain rapport avec les performances comptables ou financières. Pour les financiers, la performance financière et la performance comptable priment. Aisément mesurables, elles estiment la création de valeur destinée à rémunérer les actionnaires ou, lorsqu'elle est comptable, elle mesure l'excédent des produits sur les charges au cours d'un exercice déterminé.

La mise en relation de l'organisation et des performances organisationnelles avec les performances comptable et financière est délicate. Il s'agit d'une recherche transversale, mêlant des données qualitatives et quantitatives recueillies sur des périodes parfois différentes. Les performances financières sont nécessairement centrées sur l'exercice comptable, ce qui n'est pas forcément le cas des données organisationnelles. Les modifications structurelles n'influencent la performance financière qu'indirectement, et parfois avec un retard (*lag*) difficile à évaluer. Il est également nécessaire de s'affranchir des facteurs externes susceptibles de faire varier les prix des titres sans pour autant que ces variations soient imputables à une modification de l'organisation de la firme.

Le choix d'un certain type d'entreprises, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) permet de s'exonérer d'un grand nombre de ces difficultés. Ces sociétés gèrent les portefeuilles de titres financiers des fonds d'investissement et, plus spécifiquement, des SICAV et des FCP. La performance des SGP peut être assimilée à la performance financière des fonds gérés. Les méthodes financières modernes de mesure de performance des fonds d'investissement permettent en effet de séparer la part de la rentabilité imputable à la gestion de celle due aux fluctuations du marché et au risque du portefeuille. En toute rigueur, les so-

ciétés de gestion de portefeuille mieux organisées que leurs concurrentes, sauront réagir rapidement à toute information nouvelle apparaissant sur le marché. Elles devraient donc obtenir une performance financière plus importante que celle de leurs concurrentes. Les fonds gérés par ces sociétés devraient donc être plus performants que les autres.

Cette hypothèse s'oppose *a priori* à la théorie de l'efficience des marchés financiers qui prévoit qu'aucun gestionnaire de portefeuille (donc aucune société de gestion de portefeuille) ne peut de façon durable faire mieux que la moyenne du marché.

L'objet de cet article est donc de mesurer l'intensité de la relation organisation/performance des entreprises à travers l'analyse de l'organisation des sociétés de gestion de portefeuille et la performance financière des fonds qu'elles gèrent.

Le développement de cette étude s'appuie sur plusieurs socles. D'abord, une quinzaine d'entretiens exploratoires organisés avec des responsables de SGP. Ensuite, un questionnaire a été adressé à 59 SGP françaises – représentant la très grande majorité de celles-ci – permet de classer l'organisation des différentes SGP de l'étude. Enfin, les performances financières des fonds gérés par les SGP ayant répondu au questionnaire ont été mesurées. La combinaison des données recueillies à partir des entretiens et des questionnaires d'une part, avec les performances financières d'autre part, ont permis d'aboutir à la conclusion.

Les propos qui vont suivre présentent dans un premier temps les éléments constitutifs du cadre d'analyse. La méthodologie de collecte de données et les résultats obtenus seront présentés ensuite.

1. Cadre d'analyse

Une série d'entretiens réalisés avec les dirigeants de sociétés de gestion de portefeuille a permis de cerner l'environnement des SGP et de mettre en lumière trois facteurs clés dans l'organisation de ces entreprises : le nécessaire contrôle des risques pris par les gestionnaire et les outils mis en place par l'organisation ; la gestion de l'information et les outils mis en place afin que l'information puisse être recueillie, analysée, partagée et utilisée le plus rapidement possible ; enfin, la structure elle-

même (organigramme, degré de formalisation des échanges...) de la firme.

1.1. La maîtrise des risque et le degré de formalisation

Le fonctionnement quotidien des SGP est sujet aux exigences de l'environnement institutionnel. Les autorités de marché, notamment le CECEI¹ et la COB, encouragent une démarche de formalisation et de contrôle des activités en imposant un cadre réglementaire strict visant à protéger l'épargne des investisseurs. Ce cadre conduit à la formalisation des comportements organisationnels des SGP et influe par là même sur le processus de création de valeur.

La nature de la technologie financière des SGP basée sur la manipulation d'importantes sommes d'argent justifie pleinement la mise en place d'un cadre minimum de contrôle. Les enjeux sont particulièrement importants. En effet, les exemples montrant à quel point un opérateur mal surveillé est à même de dissimuler des pertes². Les SGP doivent apporter la preuve que tout est mis en œuvre pour assurer la sécurité des fonds des investisseurs avant d'obtenir un agrément de gestion. Ainsi, la loi du 2 juillet 1996 sur la modernisation des activités financières, transpose la directive européenne n° 93/2 relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Elle exige en outre que soient mises en place des procédures de contrôle interne permettant le respect des règles de « bonne conduite ». L'objectif de la réglementation vise ainsi à assurer une plus grande sécurité des fonds des investisseurs par une meilleure maîtrise des processus internes. Les dirigeants de SGP sont alors enclins à développer un système d'information interne très formalisé étendu à l'ensemble des processus de l'entreprise. Ainsi, à des degrés divers, les gestionnaires de portefeuille évoluant au sein des SGP voient leur rôle souvent circonscrit par des règles (choix des couples rendement/risque ; horizons des placements ; choix des portefeuilles de référence auxquels sont adossés les politiques de gestion ;

¹ Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement.

contraintes particulières assignées à la gestion, etc.). Cette conception de l'organisation trouve naturellement un terrain de prédilection dans les formes d'organisation de type *mécanique* ou *bureaucratique*. Selon H. Mintzberg [1982], « *les organisations formalisent le comportement pour en réduire la variabilité, et en fin de compte pour le prédire et le contrôler* ». On peut alors s'interroger sur l'impact de tels comportements organisationnels sur la performance dans le cadre particulier des SGP. Cela permet d'énoncer la première proposition théorique :

Proposition 1 : Les comportements structurels formels des SGP ont une influence sur la performance des fonds gérés.

Alors que nous venons d'insister sur le rôle joué par la réglementation dans la structuration des comportements organisationnels des SGP, il est aussi important de comprendre que les SGP sont avant tout des centres de décision basés sur l'information. Cela nécessite la mise en place de structures faisant intervenir des mécanismes de circulation transversale de l'information qui conditionnent également le processus de création de valeur des SGP.

1.1.2. *L'information : un facteur prépondérant*

L'observation empirique montre qu'au sein des SGP, les acteurs possèdent une interactivité naturelle avec l'ensemble des secteurs économiques. En effet, une incertitude fondamentale structure le système d'action de ces derniers. Pour y faire face, l'appartenance à un réseau de partenaires renforce souvent la capacité d'action de ceux qui peuvent mobiliser cette ressource. Ainsi, dans le cadre des activités quotidiennes des SGP, des échanges permanents d'informations, d'anticipations ou de points de vue sur les conditions des marchés sont nombreux et viennent continuellement interagir sur les décisions individuelles des acteurs, no-

² Souvenons-nous de quelques uns des scandales qui ont, il y a quelques années, défrayé la chronique (Daiwa, Barings).

tamment des gestionnaires de portefeuille³. Aucune disposition réglementaire ne fixe en effet d'exigences relatives à la collecte et à la gestion d'informations d'origine externe. De fait, il s'agit là d'une complémentarité aux comportements de type bureaucratique qu'imposent les normes réglementaires évoqués plus haut. En effet, même si des règles formelles sont définies, il existe des possibilités de réajustements permanents au sein du collectif de travail. Ces relations constituent le plus souvent une source précieuse d'interprétation d'informations sur l'évolution et l'état de marchés de plus en plus internationalisés. Ces relations prennent souvent la forme de contacts informels dans les différents comités d'investissement (ou comités de gestion) présents dans la majorité de SGP et dans lesquels les stratégies d'investissement sont souvent élaborées. On les retrouve également dans les échanges spontanés, entre collègues ou acteurs – internes et/ou externes – à l'organisation. Le type de comportements organisationnels qui se profile ici n'est pas sans rappeler le modèle adhocratique de H. Mintzberg [1982] défini par l'ajustement mutuel, le travail en « constellations de travaux », ou groupes de projets. W.W. Powel [1990] évoque la notion de réseau lorsqu'il parle de telles formes d'échanges se déroulant dans un cadre social et des modes de « relations » qui s'y développent⁴. Pour W.W. Powel, les réseaux sont particulièrement efficaces dans le traitement de l'information. Les variations des prix sur les marchés, pas plus que les procédures formelles de l'organisation, ne véhiculent les informations les

³ Afin d'éviter à la fois les délits d'initié et les conflits d'intérêts entre les SGP et les établissements financiers qui, généralement, en sont les maisons-mères, on instaure des dispositions réglementaires faisant essentiellement référence à la notion de « muraille de chine ». Ces dernières limitent les échanges d'informations entre les SGP proprement dites et leurs maisons-mères.

⁴ C'est d'ailleurs dans cette conception de l'organisation en termes de réseau que peut se rattacher le développement récent des nouvelles technologies de l'information et de communication (NTIC) tel Internet et Intranet. En effet, même si le rôle premier des NTIC est de permettre la connexion instantanée entre les individus, on peut admettre que leur utilité réside plus dans la variété des informations ou des savoirs échangés. À ce titre, M. Kalika [2000] parle de e-management pour désigner « l'intégration dans l'ensemble des processus de management, c'est-à-dire, la finalisation, l'organisation, l'animation, le

plus pertinentes. Se pose alors la question de savoir si l'existence de telles relations au sein des SGP contribue ou non à expliquer la performance des fonds gérés. Ce qui permet d'énoncer notre deuxième proposition théorique :

contrôle, des impacts des nouvelles technologies de l'information et de la communication ».

Proposition 2: Les comportements d'interaction entre acteurs (internes ou externes à la SGP) possèdent une influence sur la performance des fonds gérés.

1.1.3. Les facteurs de contexte

Sur le terrain, même si les SGP évoluent dans un même environnement de marchés financiers, de nombreux facteurs contextuels (effectif salarié, nombre de fonds gérés, montant des fonds gérés, affiliation à une maison-mère, etc.) peuvent influencer sur les comportements organisationnels qu'adoptera telle ou telle SGP. De plus, plusieurs études ont montré que les facteurs de contexte apparaissent comme un déterminant des comportements organisationnels adoptés. Il semble alors possible de supposer que la relation entre les comportements organisationnels (formels et d'interaction entre acteurs) et la performance des fonds gérés peut être d'intensité variable selon le contexte de la SGP. D'où l'élargissement de notre analyse à la troisième proposition théorique :

Proposition 3: Le contexte des SGP possède une influence sur les comportements organisationnels (structurels formels et d'interaction entre acteurs).

Après avoir mis en évidence ces propositions théoriques de travail, il est nécessaire de choisir et d'établir un système de données observables et pertinentes pour répondre à la problématique de l'étude. Ainsi, le modèle d'analyse sera donc présenté ci-dessous, puis les hypothèses à valider ou à infirmer empiriquement seront déduites de ce modèle.

1.2. Les variables et le modèle d'analyse

1.2.1. Les variables du modèle

Le modèle d'analyse s'appuie sur quatre sources aptes à fournir une représentation de l'organisation des SGP et sa relation avec la performance des fonds gérés. Chaque source résulte souvent de l'agrégation de plusieurs variables de mesure. Deux variables concernent les com-

portements organisationnels formels et les comportements d'interaction entre acteurs et s'inspirent de la dialectique bien connue organisation formelle/organisation informelle. Ce sont précisément ces deux variables qui vont permettre de vérifier l'impact positif ou négatif de l'organisation des SGP sur la performance des fonds gérés. Cependant, nous avons voulu regarder plus en amont l'effet des facteurs de contexte sur ces deux types de comportements organisationnels avec l'intégration d'une troisième variable au modèle, appelée « variable de contexte ». Enfin, nous avons complété notre modèle d'analyse avec la variable relative à la performance des fonds gérés (couple rentabilité/risque). Les modalités des différentes variables vont être successivement présentées ci-dessous.

a) La variable des comportements structurels formels

Cette variable intègre l'ensemble de dispositions prises par les responsables de services de gestion pour structurer l'espace de comportement des acteurs. Pour formaliser celles-ci, nous nous sommes appuyés essentiellement sur les travaux du groupe d'Aston qui, malgré leur ancienneté, constituent encore aujourd'hui le modèle de référence. Les travaux de M. Kalika [1984, 1995, 1998] sur les structures organisationnelles des entreprises françaises ont également constitué une référence essentielle. Parmi les caractères répertoriés par celui-ci, nous en avons retenu six.

– Le degré de structuration [M. Kalika et *al.*, 1998] qui permet de tenir compte du poids de la structure de décision. Il est appréhendé à travers le degré de spécialisation horizontale ou fonctionnelle (« largeur de l'organigramme ») qui indique le nombre de services, et à travers le degré de spécialisation verticale (ou « hauteur de l'organigramme ») qui mesure le nombre de niveaux hiérarchiques, c'est-à-dire la longueur de la « chaîne de commandement ».

– Les degrés de standardisation et de formalisation permettant d'évaluer respectivement le degré d'existence de règles ou de normes écrites et non écrites qui s'imposent aux membres de l'organisation, et permettant de créer une zone de stabilité de leurs comportements.

– Le degré de contrôle est souvent analysé conjointement avec le concept de planification stratégique. En effet, il ne peut y avoir de contrôle sans planification préalable et les plans perdent toute leur efficacité s'il n'y a pas de suivi, c'est-à-dire de contrôle. Ainsi, selon la définition qu'en donne H. Mintzberg [1982] : « *on peut distinguer deux types de système de planification et de contrôle : le système de "contrôle des performances" (ou des résultats) qui est de nature générale et s'intéresse aux résultats des actions, et la "planification des actions" qui intervient avant les faits* ». Dans le cadre de cette recherche, nous analysons uniquement le contrôle des performances des gérants de portefeuille.

– À côté de ces caractères classiques en analyse des organisations, nous en avons adjoint un autre appréhendant le degré de concertation caractérisé par le nombre de comités d'investissement ou de gestion. Cette variable permet d'évaluer le degré d'intégration des gérants de portefeuille aux politiques d'investissement de la SGP. En effet, c'est dans les différents comités que sont souvent décidées les grandes orientations d'allocation d'actifs auxquelles les gérants devraient formellement se conformer.

– Enfin, le type de *leadership* pratiqué dans les différents organes auxiliaires de concertation permet de tenir compte du degré avec lequel les gérants de portefeuille sont associés à la définition des orientations stratégiques au sein des différents auxiliaires de concertation. C'est en effet dans ces organes que les gérants de portefeuille peuvent exprimer leur point de vue vis-à-vis de la hiérarchie. Les situations peuvent être divergentes d'une SGP à une autre. Certaines adopteront un style ascendant et participatif, d'autre plutôt un style descendant et directif.

b) La variable des comportements d'interaction entre acteurs

Contrairement à la variable des comportements structurels formels qui était essentiellement inspirée de concepts issus d'études antérieures, le choix des modalités du groupe des variables d'interaction entre acteurs relève essentiellement de l'observation du terrain. Pour formaliser ce groupe de variables, nous avons distingué deux niveaux d'analyse :

– le premier niveau concerne les interactions entre acteurs internes, c'est-à-dire l'intensité des communications interpersonnelles dans l'organisation, les échanges d'informations et de compétences entre opérateurs au sein de la SGP ;

– le deuxième niveau est celui des interactions avec les acteurs externes, appréhendées à travers l'intensité des échanges avec l'extérieur de l'organisation. En effet, les relations avec les autres intermédiaires spécialisés, les échanges d'informations avec les confrères externes ou avec le dépositaire, sont autant de relations pouvant apporter d'évidentes complémentarités dans la prise de décision.

c) Le groupe des variable de contexte

Pour formaliser le contexte des SGP, nous nous sommes largement inspirés des travaux issus des analyses de la théorie de la contingence, et des travaux de M. Kalika [1984, 1995, 1998]. Les variables de contexte retenues sont :

– l'âge qui, pour Kalika [1995], est définie « *par la durée d'existence de l'entreprise depuis sa date de création* ». L'âge est censé jouer un rôle dans les comportements organisationnels des entreprises ;

– la taille est censée également jouer un rôle dans les comportements organisationnels des entreprises. Plusieurs études empiriques ont en effet mis en évidence une corrélation positive, par exemple entre la taille et le degré de structuration de l'entreprise [M. Kalika et al., 1998]. Trois critères de taille sont pris en compte : l'effectif salarié, le nombre et le montant des fonds gérés ;

– le type de propriété (organisation filiale ou organisation indépendante), c'est-à-dire la dépendance ou non de l'organisation vis-à-vis d'une entité extérieure est également reconnu comme pouvant influencer les comportements de l'entreprise. Certaines études ont montré que l'entreprise dépendante et contrôlée de l'extérieur a tendance à formaliser en grande partie ses comportements car les responsables doivent justifier les résultats de leurs actions auprès des tiers.

d) La variable relative à la performance des fonds gérés

Depuis le modèle moyenne-variance proposé par H. Markowitz [1952], le couple Rentabilité/Risque est au cœur de l'évaluation des performances en gestion de portefeuille. Plusieurs méthodologies principalement issues des travaux classiques de J. Treynor [1965], W.F. Sharpe [1966] et M.C. Jensen [1968], permettent de représenter les deux paramètres de rentabilité et de risque⁵. Le choix d'une méthodologie est cependant délicat face aux multiples possibilités existantes. Dans le cadre de cette étude, la méthode de Treynor et ses dérivés ont été écartés, car ils utilisent le coefficient β comme mesure de risque, ce qui ne semble approprié que pour les fonds entièrement investis en actions et sur un même marché. La méthode de Jensen et ses dérivés (issues du modèle de l'« Arbitrage Price Theory » ou APT)⁶ ont également été écartés de l'étude, du fait de la difficulté inhérente au choix et à la détermination du nombre de facteurs à intégrer dans la méthode. Le ratio de Sharpe a, dans un premier temps, retenu notre attention à cause de son universalité. En effet, la mesure du risque est effectuée à l'aide de l'écart-type qui convient pour les fonds investis sur n'importe quelle catégorie d'actif (actions, obligations, etc.) et sur n'importe quel marché. Toutefois, nous avons choisi de l'écarter de l'étude du fait de l'utilisation du taux sans risque dans la méthode. La comparaison entre la rentabilité du fonds et le taux sans risque n'est censée intéresser que le souscripteur qui fait un arbitrage entre un investissement risqué et un investissement sans risque. Finalement, seul le ratio d'information a été retenu pour l'étude. Le ratio d'information consiste à comparer, en tenant compte du différentiel éventuel de risque, la rentabilité d'un fonds de ré-

⁵ Toutes les informations concernant ces méthodes, leurs évolutions, leurs avantages et les aspects pratiques de leur utilisation se trouvent dans P. Gillet, J. Moussavou [2000].

⁶ Afin de contourner le problème lié au choix d'un seul indice de référence, de nombreuses méthodes dites « multifacteurs » ont été développées pour tenir compte notamment de la multiplicité des catégories de facteurs (exogènes et endogènes) pouvant avoir une influence sur les prix et les rentabilités des portefeuilles ou des actifs observés. Ces méthodes, proches du modèle de Jensen,

férence (un *benchmark*) à la rentabilité du fonds étudié. Si l'on considère un portefeuille p et un portefeuille de référence m , le ratio d'information est le rapport entre l'excès de rentabilité du portefeuille p par rapport au marché m , compte tenu de l'excès de risque pris par le gestionnaire par rapport à son portefeuille de référence. Il constitue ainsi une mesure du succès d'une gestion active autour d'une référence avec, au numérateur, l'écart de rentabilité obtenu qui peut être positif ou négatif, et, au dénominateur, le risque pris à s'être écarté du portefeuille de référence. Cela donne :

$$I_p = (R_p - R_m) / \sigma(R_p - R_m)$$

Avec I_p l'indice d'information du portefeuille indiquant le succès d'une gestion active autour du portefeuille de marché ; $(R_p - R_m)$ l'excédent ou le déficit de la rentabilité du portefeuille (R_p) sur la rentabilité du portefeuille de marché (R_m) ; $\sigma(R_p - R_m)$ le degré de risque pris à s'être écarté du portefeuille de référence ou de marché. Ce dernier argument s'appelle l'écart de suivi (*tracking error*). On peut écrire :

$$\text{Ecart de suivi} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_1^T [(R_p - R_m) - (\overline{R_p - R_m})]^2}$$

Avec T , le nombre d'observations.

En outre, à cause des différentes critiques évoquées par la littérature à l'encontre de l'écart-type, les moments partiels inférieurs d'ordre 2 (MPI2) ont été utilisés comme mesure de risque. Les MPI2 sont fondés sur l'attitude de l'investisseur face au risque d'avoir une rentabilité inférieure à un seuil. On suppose que les investisseurs ont une rentabilité minimale acceptable en dessous de laquelle ils ne voudraient pas voir la rentabilité de leur portefeuille descendre. Il est donc important de contrôler le risque d'obtenir des rentabilités inférieures à ce seuil. Le problème consiste ainsi à remplacer la variance par les MPI2 qui ne

sont issues du cadre théorique de l'APT ou MEA (Modèle d'Evaluation par Arbitrage).

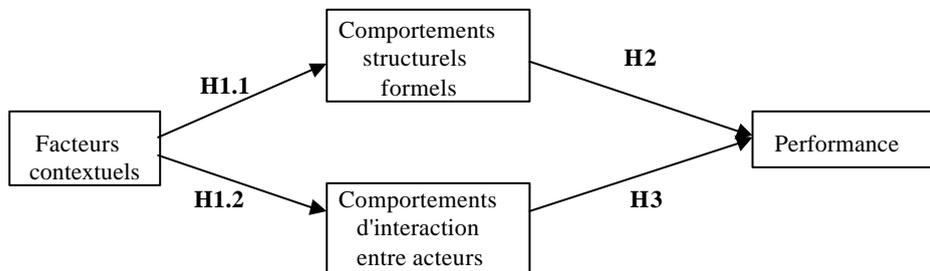
tiennent compte que des fluctuations de risque inférieures au seuil fixé. De manière générale, le moment partiel inférieur d'ordre n des rentabilités d'un portefeuille R_p par rapport à une cible m (généralement la moyenne des rentabilités, à défaut d'une rentabilité requise fixée au départ ou de la rentabilité du portefeuille de marché) se calcule par la formule :

$$MPI_n = \sum_{R_p=-\infty}^m P_p (m - R_p)^n = \sum_{p=1}^K P_p [\min(0, R_p - m)]^n$$

Avec P_p la probabilité d'obtenir la rentabilité p et R_p une variable aléatoire représentant les rentabilités du portefeuille. L'expression $[\min(0, R_p - m)]$ signifie que si une rentabilité donnée est supérieure à la cible, l'écart entre la rentabilité et la cible est remplacé par 0, sinon l'écart est pris en compte pour sa valeur dans la somme. Le moment partiel d'ordre 2 qui nous intéresse est le carré des écarts négatifs à la moyenne également appelé *semi-variance*. L'utilisation de la méthode des MPI2, dans le cadre de cette recherche, est d'autant plus justifiée que cette dernière est de plus en plus adoptée par les professionnels de la gestion, notamment par l'Association Française des Régimes de Fonds de pension (AFPEN).

Le schéma 1 résume le modèle de recherche après introduction des hypothèses retenues dont la formulation est présentée plus bas.

Figure 1 – Le modèle et les hypothèses



Selon ce modèle de recherche, deux groupes de *variables indépendantes* et une *variable modératrice*, la variable de contexte, vont influencer sur la performance des fonds gérés. À partir du modèle, les hypothèses de recherche qui reprennent les propositions théoriques présentées plus haut, sont les suivantes :

Hypothèse 1: Le contexte des SGP possède une influence sur les comportements structurels formels (H1.1.) et d'interaction entre acteurs (H1.2.).

Hypothèse 2: Les comportements structurels formels des SGP possèdent une influence sur la performance des fonds gérés.

Hypothèse 3 : Les comportements d'interaction entre acteurs (internes ou externes à la SGP) possède une influence sur la performance des fonds gérés.

Afin de tester ces hypothèses, une collecte de données qualitatives et quantitatives a été effectuée sur le terrain. Les hypothèses ont ensuite été testées à partir d'une analyse de données causale par l'approche statistique PLS. Les modalités de la collecte de données ainsi que celles relatives au test des hypothèses sont présentées ci-dessous.

2. Données et méthodologie

2.1. La collecte de données et les échantillons

La collecte de données et les échantillons sont fondés sur des informations qualitatives et quantitatives, portant respectivement sur les variables organisationnelles et sur la mesure des performances des fonds.

2.1.1. Les données organisationnelles

Les données organisationnelles ont été collectées à travers une enquête postale accompagnée d'appels téléphoniques qui ont annoncé et suivi l'envoi des questionnaires aux répondants. Les questionnaires ont

été soumis aux questionnaires de portefeuille, acteurs clés au sein des SGP. À l'exception des questions relatives au contexte et à l'identification de la SGP, la plupart des questions étaient formulées de façon fermée et se présentaient principalement sous forme d'échelles d'attitudes (échelle de Likert) à 7 points. Pour mesurer les différentes variables organisationnelles, nous avons adopté la technique des formes alternatives : il s'agissait d'utiliser des échelles empiriques multiples pour mesurer un même concept théorique non observable directement. Plusieurs énoncés ont ainsi été proposés afin d'évaluer plusieurs facettes des variables organisationnelles étudiées. Avant la version définitive du questionnaire, un pré-test auprès de cinq gérants de portefeuilles issus d'entités différentes a été effectué. Ce pré-test s'est réalisé sous forme d'entretiens, ce qui nous a permis d'effectuer des remaniements avec les différents interlocuteurs. Ainsi, certains libellés des questions pouvant prêter à confusion ont pu être remaniés. À l'issue du pré-test, la fiabilité des différentes échelles de mesure a été vérifiée auprès d'un échantillon de 13 gérants de portefeuilles. La fiabilité représente la capacité d'une échelle à reproduire des résultats similaires s'il était administré plusieurs fois à une même population. L'objectif ici est de réduire l'erreur aléatoire (l'humeur, les circonstances qui modifient les réponses au questionnaire). Nous avons utilisé l'instrument de mesure le plus répandu pour ce type de test : l'alpha de Cronbach. Ce coefficient permet de vérifier si les énoncés partagent des notions communes, c'est-à-dire si chaque item présente une cohérence avec l'ensemble des autres énoncés de l'échelle. Si le coefficient α est satisfaisant, les items sont corrélés et cohérents entre eux et peuvent alors être additionnés pour former un score global de l'échelle [Y. Evrard et al. 1997, p. 268]. Ce score global traduit ainsi l'attitude moyenne des répondants par rapport au concept étudié. Le processus global de collecte de données a permis de constituer un échantillon de 59 SGP, soit un taux de près de 20 % par rapport à la population de SGP à la fin 1997. Sur les 59 SGP, 23 sont de SGP indépendantes (38 %). Sur ces 23 SGP se trouvent 6 banques, 2 compagnies d'assurance, 2 sociétés de bourse et 5 maisons de titres (nouvellement qualifiées de sociétés financières) possédant en fait un service ou un département de gestion intégré à leur activité principale. Les 16

SGP indépendantes restantes concernent des SGP constituées par les anciens remisiers. 36 SGP de l'échantillon sont des filiales (62 %) constituées par des institutions financières ayant accordé une autonomie à leur activité de gestion en réponse aux recommandations de la COB.

En dehors des montants non communiqués, les SGP de l'échantillon géraient environ 3 285 milliards de francs (environ 500 milliards d'Euros), soit plus de 76 % du total de l'actif des OPCVM gérés sur la place de Paris à la fin 1997. Ainsi, l'échantillon d'étude représente plus des 2/3 du montant des fonds gérés totaux en France au moment du test, ce qui est très représentatif de la population totale. En outre, la gestion pour compte de tiers comptait 5797 OPCVM à la fin 1997, dont 4 628 FCP et 1 169 SICAV⁷. Les SGP de l'échantillon géraient environ 3 253 OPCVM, soit 56 % de la population totale.

2.1.2. *Les mesures de performance*

La société Europerformance a bien voulu nous fournir l'ensemble des valeurs liquidatives hebdomadaires. Les données portent sur les fonds commercialisés (FCP et SICAV), c'est-à-dire ceux dont les parts de portefeuilles peuvent être librement acquis par les investisseurs. L'étude porte sur la période allant de la première semaine de 1993 à la dernière semaine de 1997, soit cinq années pleines. Pour intégrer un fonds dans l'étude, il fallait disposer de toutes ses valeurs liquidatives hebdomadaires durant toute cette période. Certains fonds ont été délibérément exclus de l'étude du fait de leur nature. C'est ainsi que les produits à rentabilité garantie ou assortis d'une protection sont exclus car l'utilisation de ces deux critères de gestion ne nous a pas semblé pertinente pour juger de la performance réalisée sur tel ou tel fonds. De même, les fonds monétaires ont été exclus de l'étude. En effet, les performances de ces fonds sont quasiment indexées sur l'évolution des taux à court terme, et les performances intrinsèques des gérants de portefeuille sont parfois sans rapport avec les performances obtenues sur ces fonds. Enfin, les fonds issus des techniques de gestion « multigérants », les « Fonds de Fonds », ont également été exclus de l'étude. Ces pro-

duits ne sont pas investis directement en valeurs mobilières sur les marchés financiers, mais constitués de parts d'autres fonds choisis parmi ceux gérés par d'autres SGP. Les performances réalisées ne sont donc pas en rapport avec la SGP qui détient ce type de fonds.

Finalement, compte tenu de l'ensemble des critères de sélection, un total de 324 OPCVM (126 FCP et 198 SICAV) est intégré dans l'analyse. Pour effectuer l'étude causale dont les résultats sont présentés plus bas, les OPCVM ont été regroupés en trois catégories principales : les OPCVM actions (françaises et internationales) ; les OPCVM diversifiés (français et internationaux) et les OPCVM obligations (françaises et internationales).

2.2. *Le test d'hypothèses : une approche PLS*

Pour valider les hypothèses de travail, l'utilisation des méthodes d'analyse dites de deuxième génération (ou méthodes avancées selon Y. Evrard et *al.* 1997), a semblé la plus appropriée. L'intérêt majeur de ces méthodes réside dans l'introduction de la notion de variable latente (ou construit). Par définition, cette dernière n'est pas directement observable mais déduite de une ou plusieurs variables observables (ou indicateurs). Aussi, ces méthodes permettent de tester directement la structure des relations entre les groupes de variables, alors que les méthodes d'analyse de données traditionnelles dites de première génération, adaptées au traitement d'un seul groupe de variables, sont moins efficaces pour aborder les liaisons entre groupes de variables [J. Croutsche 1997]. Parmi les méthodes d'analyse de deuxième génération, notre choix s'est orienté vers un arbitrage entre l'analyse selon les moindres carrés partiels (PLS) et l'analyse des structures de covariances (LISREL) qui sont de loin, les deux méthodes les plus utilisées. Compte tenu des contraintes liées notamment à la taille de l'échantillon et à la nature des données (absence de normalité), nous avons opté pour PLS à cause de sa flexibilité d'utilisation au regard de contraintes citées.

L'approche PLS appliquée au modèle théorique présenté précédemment a fait ressortir les résultats du tableau 1. Il s'agit des coeffi-

⁷ Source : Banque de France, rapport exercice 1997.

cients de corrélation multiple entre construits, c'est-à-dire les résultats des régressions entre variables explicatives et variables expliquées qui mesurent l'importance du lien de dépendance entre les deux types de variables. Les chiffres entre parenthèses indiquent les carrés des coefficients de corrélation multiple qui mesurent les pourcentages de variabilité des variables expliquées dus aux variables explicatives. Ces deux derniers critères apportent les réponses aux tests d'hypothèses initialement formulés.

Tableau 1 – Résultats du test d'hypothèses par l'approche PLS

Hypo- thèses	Intitulés des hypothèses	Résultats	Conclusions
H1	H1.1. : Le contexte des SGP possède une influence sur les comportements structurels formels	$\gamma_1 = 0,691$ (48 %)	Validée
	H1.2. : Le contexte des SGP possède une influence sur les comportements d'interaction entre acteurs	$\gamma_2 = 0,153$ (2,4 %)	Validée
H2	Les comportements structurels formels possèdent une influence sur la performance des fonds gérés	$\beta_2 = 0,066$ (0,4 %)	Validée : malgré la faiblesse du lien, l'influence des comportements structurels formels sur la performance est positive et significative.
H3	Les comportements d'interaction entre acteurs (internes et externes) possèdent une influence sur la performance des fonds gérés	$\beta_3 = 0,371$ (14 %)	Validée : l'influence des comportements d'interaction entre acteurs sur la performance des fonds gérés est plus importante que l'influence des comportements structurels formels sur cette même performance.

Un ensemble de procédures statistiques a été utilisé pour vérifier la validité des variables présentées dans le modèle, ainsi que la validité globale du modèle. R.P. Bagozzi [1980] recommande de tester un modèle global et ses variables à partir de trois types de validités : convergente, discriminante et nomologique. La validité convergente est relative à la part de variance extraite de ses mesures par chaque construit théo-

rique. Celle-ci est satisfaite dès lors qu'elle est supérieure à 50 %, sans quoi la part due à l'erreur de mesure serait supérieure à la variance capturée par le construit [P. Valette-Florence, P. Rappachi 1988]. La validité discriminante est satisfaite lorsque chaque construit mesure bien ce qu'il est supposé mesurer et ne se confond pas avec les autres concepts. Elle est satisfaite si le carré du coefficient de corrélation le plus élevé entre deux construits ($\max r^2_{i,j}$) est inférieur à la plus petite des variances partagées entre les construits et leurs mesures ($\min \rho_{vc}$). La validité nomologique, enfin, est relative à la structure théorique postulée dans le modèle. Elle permet de tester le modèle globalement et doit atteindre un certain niveau de signification et de pouvoir prédictif. Un coefficient (K %) calculé exprime le pourcentage d'informations appartenant aux différentes variables latentes endogènes expliquées par les variables latentes exogènes [P. Valette-Florence 1988]. Il prend en compte les corrélations multiples entre chacune des variables latentes endogènes et l'ensemble des variables latentes exogènes. Il résulte par la suite de la moyenne des carrés des coefficients de corrélation multiples (R^2_m). Dans PLS, c'est plus précisément le coefficient $\overline{R^2}_{h/x}$ qui est utilisé. Celui-ci ajuste (R^2_m) en tenant compte du nombre d'observations et du nombre de facteurs explicatifs. Toutes les valeurs obtenues dans cette étude sont satisfaisantes au regard des critères de validité évoqués ci-dessus⁸. En effet, malgré une relative faiblesse au niveau des construits relatifs aux comportements structurels formels (48,31 %) et à celui de la variable sur performance des fonds gérés (48,49 %), la validité convergente du modèle présente un taux moyen d'environ 60 % de variances partagées entre les construits. De même, la validité discriminante est satisfaite puisque ($\max r^2_{i,j}$) = 0,4775 < ($\min \rho_{vc}$) = 0,4831. Enfin, la validité nomologique est satisfaisante puisque, malgré sa relative faiblesse, le $\overline{R^2}_{h/x}$ est de 16,68 % et respecte la norme d'acceptabilité du modèle définie ci-dessus.

⁸ Le détail des calculs peut être obtenu sur demande auprès des auteurs.

3. Analyse des résultats

Deux remarques essentielles viennent à la lecture des résultats du tableau 1. La première est que toutes les hypothèses sont validées. Le contexte de travail des sociétés de gestion de portefeuille (critères de taille, d'appartenance à un groupe, d'âge, etc.) détermine sur les caractéristiques organisationnelles des firmes étudiées (degré de structuration, de formalisation, de contrôle...). Le contexte influencerait les politiques organisationnelles formelles mises en place (H1.1.) à hauteur de 48 %. De plus, ce même contexte influence également les caractéristiques informelles de l'organisation : les rapports entre les acteurs, qu'il s'agisse des rapports entre les acteurs internes entre eux ou des rapports entre les membres de l'organisation et leurs partenaires externes. Cette ascendance est toutefois moindre, puisque seulement 2,34 % des comportements d'interaction entre acteurs dépendraient du contexte. Ces résultats étaient prévisibles et ne font que confirmer d'autres nombreuses études réalisées dans le domaine organisationnel. Il est naturel et largement admis que l'environnement et le contexte de travail d'une firme influencent son organisation.

Plus intéressants sont les résultats concernant la relation organisation/performance. Les hypothèses de l'impact des comportements structurels formels sur la performance des fonds gérés (H2) et des comportements d'interaction entre acteurs sur cette même performance (H3) sont vérifiées. Cependant, la relation entre les comportements d'interaction entre acteurs et la performance des fonds gérés est plus importante (14 %) que celle observée entre les comportements structurels formels et cette même performance (0,4 %). La performance des fonds gérés pourrait ainsi être expliquée principalement par l'intensité des interactions entre acteurs internes et externes à la SGP. L'équipe de gestion de la SGP, ainsi que les réseaux de relations que les acteurs de la SGP entretiennent avec l'extérieur, semblent constituer deux facteurs importants d'explication de la performance des fonds gérés. La performance des fonds croît donc avec le degré d'information possédé par les inves-

tisseurs⁹. Ce résultat n'est pas étonnant dans la mesure où la gestion de portefeuille est une activité fondée essentiellement sur l'information. Une SGP est avant tout un centre de décision portant sur l'information détenue par les acteurs et, c'est souvent à l'occasion de communications et d'échanges d'informations que l'on pallie les incertitudes des marchés financiers. En outre, ce résultat semble démontrer que les politiques formelles mises en place par les responsables des SGP ne sont qu'un moyen permettant de structurer l'espace des comportements des acteurs, cette considération pouvant expliquer que finalement, le pouvoir explicatif des comportements organisationnels formels n'apparaisse qu'indirectement pour expliquer la performance des fonds gérés. En effet, quand on analyse l'influence indirecte des comportements structurels formels sur la performance des fonds gérés, à partir du degré d'interaction entre acteurs, on constate un impact élevé, soit 33 %¹⁰. D'une part, les politiques organisationnelles formelles jouent souvent le rôle intégrateur des actions des gérants de portefeuille aux politiques d'investissement propres à la SGP ; d'autre part, elles devraient répondre aux nécessités de contrôle exigées par les autorités de tutelle visant à limiter les « dérives » éventuels de la part des acteurs, notamment des gérants de portefeuilles

Ce test confirme, à partir de l'étude de l'organisation des SGP l'importance du facteur « information » sur les marchés financiers. La valorisation des titres sur les marchés financiers est liée à la détention et au traitement des différentes informations sur les sociétés cotées et sur leur environnement économique. Il est donc logique que les organismes de gestion de portefeuille ayant les plus grandes capacités organisationnelles pour recueillir, traiter, analyser, valoriser les informations obtiennent des performances supérieures aux autres. La capacité de traitement ne peut qu'être d'origine organisationnelle. L'organisation trouve donc bien sa place dans le lien fondamental « Information - Organisa-

⁹ Si l'on accepte que celui-ci puisse être mesuré par le degré d'interaction entre acteurs.

¹⁰ Les modèles d'équations structurelles permettent d'évaluer à la fois les effets directs et les effets indirects entre variables, l'effet total de deux ou plusieurs variables étant alors la somme des effets précédents.

tion » et « Gestion de l'information - Performance financière du fonds ».

Les résultats du test permettent également de réconcilier les théories de l'efficacité organisationnelle et celle de l'efficience des marchés financiers. En effet, une approche simpliste de la théorie de l'efficience peut laisser penser que l'utilité des sociétés de gestion de portefeuille est nulle, puisqu'il n'est pas possible de prévoir à l'avance l'évolution des cours des titres et que la gestion de portefeuille optimale consiste à investir dans l'ensemble des titres présents sur le marché. L'utilité des SGP est donc précisée. Leur rôle ne consiste pas à tenter de déterminer l'évolution future du prix des titres, mais de permettre aux gestionnaires de portefeuilles de mieux utiliser l'information dont ils ont besoin. Dans ce cadre, l'organisation est fondamentale. Les SGP ayant la meilleure organisation ont également la meilleure performance. La concurrence importante existant entre les différentes SGP pousse celles-ci à recomposer sans cesse leur organisation.

Conclusion

La littérature des sciences de gestion en général et plus particulièrement la littérature en finance a souvent cherché à mettre en évidence une relation entre organisation et performance dans les firmes. Ces recherches se heurtaient souvent à des problèmes méthodologiques. L'objet « sociétés d'investissement » permet de répondre à ces contraintes. Cet article avait pour objectif d'évaluer le lien entre les politiques organisationnelles mises en place par les SGP et la performance des fonds gérés (couple rendement/risque). Les politiques organisationnelles ont été identifiées et mesurées à partir de variables structurelles formelles et de variables d'interaction entre acteurs. Les résultats de l'étude causale (PLS) montrent un pouvoir explicatif plus important des variables d'interaction entre acteurs sur la performance. La performance des fonds gérés pourrait ainsi être expliquée principalement par l'intensité des relations d'échanges d'informations et de savoirs entre acteurs. Ainsi, les politiques organisationnelles formelles mises en place par les responsables des SGP ne constitueraient qu'un moyen permettant de structurer

l'espace des comportements des acteurs, en réponse notamment à la prévention des risques de déontologie et aux nécessités de contrôle exigées par les autorités de tutelle. La relation entre performance et organisation est donc vérifiée. Cependant, les écarts de performance entre SGP restent inexplicables. Ils sont certainement à rechercher dans la façon de coordonner les processus informationnels. En cela, les études relatives à la mesure des performances des fonds devraient être complétées par des approches de nature plus qualitative analysant les stratégies de placement s'effectuant en amont, au sein desquelles se jouent souvent des facteurs tels que les arbitrages et discussions entre acteurs. De tels travaux viendraient certainement enrichir la compréhension du rôle des gérants de portefeuille professionnels et des déterminants de leurs performances.

Bibliographie

- Bagozzi R.P. [1980], *Causal Models in Marketing*, John Wiley & Sons.
- Briant A. [2000], « La notation des gestionnaires de fonds institutionnels répond à un besoin du marché », *Banque Stratégie*, n° 174, septembre, p. 30-31.
- Croutsche J.J. [1997], *Pratique de l'analyse de données*, Eska.
- Evrard Y., Pras B., Roux E. [1997], *Études et recherche en marketing*, 2^e éd., Nathan.
- Gallais-Hamonno G., Grandin P. [1999], « Les mesures de performances », *Banques & Marchés*, n° 42, septembre-octobre, p. 56-62.
- Gillet P., Moussavou J. [2000], « L'importance du choix du benchmark et du taux sans risque dans la mesure des performances des fonds d'investissement », *The European Investment Review*, <http://www.theeir.com>.
- Gillet P., Moussavou J. [2000], « L'impact des comportements organisationnels des sociétés de gestion de portefeuille sur la performance des fonds gérés », *communication au congrès international de l'AFFI*, juin, Paris.

- Jensen M.C. [1968], « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *The Journal of Finance*, May, vol. 23, n° 23.
- Kalika M. [1984], « Contribution à la connaissance de la structure organisationnelle : essai d'analyse systémique », Thèse de Doctorat d'État en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.
- Kalika M. [1995], *Structures d'entreprises, réalités, déterminants, performances*, 2^e éd., Economica.
- Kalika M. [2000], « L'émergence du e-management », Cahier de recherche n°57, CREPA, Université Paris Dauphine.
- Kalika M., Guilloux V., Laval F. [1998], « Structuration des entreprises et relations d'affaires internationales », *Économies et Sociétés*, Série SG, n° 8-9, p. 517-535.
- Lamarque E., Moussavou J. [2000], « Les sociétés de gestion de portefeuille au cœur d'un triple problème de gouvernance », *Banque Stratégie*, n° 174, septembre, p. 34-35.
- Markowitz H. [1952], « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, March, p. 77-91.
- Mintzberg H. [1982], *Structure et dynamique des organisations*, Éditions d'Organisation.
- Powel W.W. [1990], « Neither Market Nor Hierarchy : Network Forms of Organization », *Research in Organizational behavior*, vol. 12, p. 295-336.
- Sharpe W.F. [1995], « Risk, Market Sensitivity and Diversification », *Financial Analyst Journal*, May-June, p. 66-69.
- Treynor J. [1965], « How to Rate Management of Investment Funds », *Harvard Business Review*, vol. 43, n° 1, January-February, p. 63-75.
- Valette-Florence P. [1988], « Spécificités et apports des méthodes d'analyse multivariée de la deuxième génération », *Recherche et Applications en Marketing*, vol. 3, n° 4, p. 22-56.
- Valette-Florence P., Rappachi P. [1988], « Une application concrète de l'analyse structurelle selon les moindres carrés partiels dans une optique classificatoire », *Colloque de l'AFM*, Montpellier.