

Uivante ARCHITECTURE ORGANISATIONNELLE ET PERFORMANCE DES DECISIONS DES GERANTS DE PORTEFEUILLES BOURSIERS

Jean MOUSSAVOU

Enseignant-Chercheur
ESC-BRETAGNE-BREST

2, avenue de Provence
CS 23812

29238 Brest cedex 3

Tél.: (33) 02 98 34 44 64

Fax: (33) 02 98 34 44 69

E-mail: jean.moussavou@esc-bretagne-brest.com

RÉSUMÉ :

Si l'essentiel des travaux au sein de l'industrie de la gestion d'actifs porte sur la mesure de la performance des gérants de portefeuille professionnels, l'analyse du contexte dans lequel les décisions d'investissement sont prises est rarement abordée. Or, la théorie de l'architecture organisationnelle permet d'accorder une place notable aux structures organisationnelles et au contexte qui entoure les décisions financières au sein des firmes. La présente étude propose d'examiner l'impact de l'architecture organisationnelle des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) sur la performance des décisions d'investissement des gérants évoluant sous leur tutelle. L'étude s'appuie sur une série d'entretiens exploratoires organisés avec des responsables de SGP, et d'une analyse de données qualitatives et quantitatives collectées auprès d'un échantillon de SGP et de fonds d'investissement français (SICAV et FCP). Les résultats de l'étude causale (PLS) montrent un pouvoir explicatif des variables organisationnelles et contextuelles sur la performance.

Mots clés : Architecture organisationnelle, Marchés financiers, Gestion de portefeuille, Performance de gestion de portefeuille, OPCVM.

Introduction

Dans un contexte de marchés financiers devenus de plus en plus complexes et particulièrement risqués pour l'investisseur non initié, nombreux sont les investisseurs (individuels ou institutionnels) qui ont recours aux gérants de portefeuille professionnels¹ pour effectuer leurs placements sur ces marchés. Pour aider les investisseurs à choisir parmi l'ensemble des véhicules de placement proposés, une industrie de la mesure des performances s'est développée. Or, si la littérature consacrée à la mesure des performances est abondante, rares sont les études essayant d'intégrer les phénomènes se situant en amont. En outre, si de nombreux ouvrages proposent des outils censés permettre d'effectuer des choix d'investissement optimaux – l'optimum correspondant à la maximisation de la richesse de l'investisseur – ils présentent très rarement les éléments permettant d'expliquer le contexte organisationnel dans lequel les décisions sont prises (Charreaux, 2001). Pourtant, les portes ouvertes par la théorie de l'architecture organisationnelle [Jensen et Meckling (1976, 1992); Brickley, Smith et Zimmerman (1997, 2004)] permettent d'accorder une place notable aux structures organisationnelles et, d'une manière générale, au contexte qui entoure les décisions financières. Dans cette perspective, le comportement des firmes s'expliquerait au travers de la recherche d'une *architecture organisationnelle optimale*.

Le présent article propose d'examiner l'impact de l'architecture organisationnelle des SGP sur la performance des portefeuilles gérés. Il vise à explorer le rôle joué par l'organisation des SGP dans leur mission de gestion des risques pour les investisseurs.

La notion de risque est souvent invoquée en sciences de gestion comme concept explicatif du fonctionnement des entreprises. Elle recouvre toutefois un champ extrêmement vaste car traverse à de nombreux domaines: économie, finance, sociologie, psychologie, etc. Pour situer notre travail, nous choisissons de classer ces domaines selon trois perspectives: la perspective économico-mathématique, celle dominée par la notion de rationalité limitée (courant cognitiviste) et, enfin, celle d'inspiration sociologique.

¹ En France, la loi du 2 juillet 1996 sur la modernisation des activités financières attribue l'activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers aux "*entreprises d'investissement*" agréées, plus communément dénommées sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Pour adapter la législation aux évolutions des produits et des métiers, la directive « services » (2001/107/CE) et la directive « produits » (2001/108/CE), adoptées le 21 janvier 2002, modifient la réglementation des produits et des sociétés de gestion et rend exportables de nombreux fonds qui ne l'étaient pas. La transposition s'est traduite en France par la loi de sécurité financière (LSF) du 2 août 2003, puis des décrets d'application et des règlements de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) du 13 février 2004.

- L'approche économico-mathématique dont KNIGHT (1921) est le représentant le plus caractéristique, influence notamment l'économie et la finance. On pourrait également la qualifier de "normative" dans la mesure où le concept de risque y est formalisé de façon positive, souvent à travers l'écart-type ou la variance. L'agent est rationnel, réduit le plus souvent à une fonction d'utilité et d'algorithme de décision (VON NEUMAN et MORGENTHAU, 1947; SAVAGE, 1954 ; ARROW, 1971). Cette approche a conduit à de progrès considérables dans de nombreux domaines. En finance par exemple, les stratégies de gestion de portefeuille (MARKOWITZ, 1952) ou l'invention des options (BLACK et SCHOLES, 1981) doivent toutes à l'approche économico-mathématique.

- L'influence exercée par le formalisme mathématique de l'approche économico-mathématique est telle que le courant cognitiviste se définit essentiellement en réaction à celui-ci, en tentant de le réfuter à travers un travail empirique (MARCH et SHAPIRA, 1987). L'importance fondamentale du contexte de la prise de risque dans le comportement de l'agent (ordre de présentation des alternatives et perception du problème) est ici réhabilitée (BRONNER, 1996). Le concept central évoqué est celui de rationalité: limitée d'abord (SIMON, 1957), procédurale ensuite (SIMON, 1991).

- Enfin, le courant sociologique propose une vision différente du risque où celui-ci est avant tout une construction sociale. On met donc en avant l'importance du contexte et des normes sociales (DUCLOS, 1996) plutôt que celle de l'agent autonome. Parmi les concepts mis en avant, on distingue notamment celui de "risque socialement acceptable" (DOUGLAS et WILDAVSKI, 1983).

Si ces trois perspectives sont radicalement différentes, en particulier par leur modélisation du contexte, elles entretiennent un dialogue permanent dans l'univers des SGP. En effet, la gestion des risques dans les SGP renvoie à la fois aux problèmes de "risque acceptable", des "procédés mathématiques" qui permettent de le calculer, et de "l'organisation" qui met en œuvre un système de procédures et de contrôle de ce risque. C'est essentiellement sur cette dernière optique que se situe notre démarche.

Situer l'analyse des décisions des gérants dans cette optique se justifie dans la mesure où celles-ci sont souvent guidées par de multiples préoccupations dépendantes du contexte organisationnel dans lequel s'opèrent les choix d'investissement. En cela et, en toute rigueur, les SGP possédant une architecture organisationnelle optimale devraient obtenir des performances financières meilleures que celles de leurs concurrentes. Les fonds gérés par les

gérants de portefeuille évoluant dans 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 implicitement qu'aucun gestionnaire de portefeuille (donc aucune société de gestion) ne peut de façon durable faire mieux que le marché (Fama, 1970). En effet, les conclusions que l'on peut tirer de la théorie des marchés efficients semblent postuler *a priori* que l'existence de ce type d'acteurs serait sans objet. Or, les gérants de portefeuille professionnels prospèrent malgré leur "inutilité" théorique. Nous sommes donc en présence de deux réalités pour le moins contradictoires entre les conclusions de la théorie des marchés efficients et la présence des gérants de portefeuille professionnels sur les marchés financiers. L'un des objectifs de ce travail est de tenter d'expliquer ce paradoxe. Ainsi, si les marchés financiers sont efficients, les résultats de nos investigations devraient aboutir à une absence de relations entre les caractéristiques de l'architecture organisationnelle et la performance. Dans le cas inverse, on pourrait admettre que l'information mettrait un certain temps à être "digérée" par le marché et à se répercuter sur les cours de titres. En cela, *les gérants de portefeuille disposant de puissants moyens de recherche et de traitement d'informations, seraient dans une situation privilégiée* (Gallais-Hamonno et Grandin, 1999) et profiteraient de périodes d'"inefficience" passagère.

Le développement de l'étude s'appuie sur deux socles :

- d'abord une quinzaine d'entretiens exploratoires organisés avec des responsables de SGP et un questionnaire adressé à 59 SGP françaises. Cette démarche a permis d'identifier, mesurer et collecter les données organisationnelles des différentes SGP de l'étude;
- ensuite, une collecte de données quantitatives relatives SICAV et FCP des SGP ayant répondu au questionnaire a été réalisée. Les données quantitatives recueillies ont permis de mesurer la performance des fonds d'investissement. Les méthodes financières usuelles de mesure de performance ont été ici mises en application. Celles-ci 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. La combinaison des données recueillies à partir des entretiens et du questionnaire d'une part, et des valeurs liquidatives de SICAV et FCP d'autre part, a permis d'aboutir à la conclusion de l'étude.

Les propos qui vont suivre présentent, dans un premier temps, les éléments constitutifs du cadre d'analyse de l'étude. Dans un deuxième temps, le modèle et les hypothèses de travail

seront présentés. Enfin, la méthodologie de collecte de données et les résultats obtenus seront ensuite présentés successivement.

1. Cadre d'analyse

Une série d'entretiens réalisés avec les dirigeants de SGP a permis de cerner l'environnement de ces entités et de mettre en lumière trois facteurs clefs dans leur architecture organisationnelle : le nécessaire contrôle des risques pris par les gérants et les moyens de contrôle formel mis en place dans 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 efficacement possible ; enfin, les facteurs contextuels immédiats de la SGP (effectif salarié, nombre de fonds gérés, montant des fonds gérés, affiliation à une maison-mère, etc.) à même d'influer sur les comportements organisationnels de la SGP.

1.1. Réglementation, maîtrise des risques et formalisation des activités des SGP

Le fonctionnement quotidien des SGP est soumis aux exigences de l'environnement réglementaire. Les autorités de marché, notamment l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) 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 des gérants de portefeuille.

La nature même de la technologie financière des SGP basée sur la manipulation d'importantes sommes d'argent justifie pleinement la mise en place d'un cadre de contrôle stricte. Les enjeux sont particulièrement importants. En effet, des exemples ont montré 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. En cela, la loi de sécurité financière (LSF) du 2 août 2003, complétée par les décrets d'application et des règlements de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) du 13 février 2004, exige 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

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

des processus internes. En cela, la "compliance" fait plus que jamais partie du quotidien des SGP. Au carrefour de la déontologie et du contrôle interne, la compliance consiste pour les SGP à s'assurer que leur activité est en permanence conforme à la réglementation en vigueur. Les partenaires extérieurs des SGP comme les dépositaires sont d'ailleurs associés à cette conformité. 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 gérants 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; 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 Mintzberg (1979), «*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 notre première proposition théorique :

Proposition 1 : Les comportements structurels formels des SGP possèdent 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 d'admettre 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. Cette dernière étant censée également conditionner le processus de création de valeur des gérants de portefeuille.

1.2. L'information : un facteur prépondérant

L'observation empirique montre qu'au sein des SGP, les acteurs et notamment les gérants de portefeuille possèdent une interactivité naturelle avec l'ensemble des secteurs économiques, sources d'incertitude permanente. 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 de l'activité quotidienne des gérants, 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. Aucune disposition réglementaire ne fixe en effet d'exigences relatives à la collecte et à la gestion d'informations d'origine externe³. De fait, il s'agit là d'une complémentarité aux comportements de type bureaucratique qu'imposent les normes réglementaires évoquées 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 des marchés de plus en plus internationalisés. Ces relations prennent souvent la forme de contacts formels dans les différentes instances collégiales de prise de décisions (comités d'investissement, comités de gestion, comités stratégiques, etc.) 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 Mintzberg (1979) défini par l'ajustement mutuel, le travail en "constellations de travaux", ou groupes de projets. 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 développent. Pour 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 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 gérants de portefeuille. Ce qui permet d'énoncer notre deuxième proposition théorique :

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

1.3. Les facteurs de contexte

Sur le terrain, même si les SGP évoluent dans un même secteur d'activité, de nombreux facteurs contextuels immédiats (effectif salarié, nombre de fonds gérés, montant des fonds

³ Afin d'éviter à la fois les délits d'initié et les conflits d'intérêts entre les SGP et les établissements financiers promoteurs, qui, généralement, en sont les maisons-mères, la législation instaure néanmoins 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.

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 par l'organisation (Pugh *et al.* 1963; Stinchcombe; 1965; Hall 1974, Kalika 1984). Il semble alors possible de supposer que la relation entre les comportements organisationnels (formels et d'interaction entre acteurs) et la performance pourrait être d'intensité variable selon le contexte immédiat de la SGP. D'où l'élargissement de notre analyse à la troisième proposition théorique suivante:

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 nos 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. En cela, un modèle d'analyse sera présenté ci-dessous, puis les hypothèses à valider ou à infirmer empiriquement seront déduites de ce modèle.

2. Les variables et le modèle d'analyse

2.1. Les variables du modèle

Le modèle d'analyse s'appuie sur quatre groupes de variables aptes à fournir une représentation de l'organisation des SGP et sa relation avec la performance des gérants de portefeuille. Chaque groupe de variables résulte de l'agrégation de plusieurs variables de mesure. Deux groupes de variables concernent les *comportements organisationnels formels* et les *comportements d'interaction* entre acteurs et s'inspirent de la dialectique bien connue d'organisation formelle/organisation informelle. Ce sont précisément ces deux groupes de variables qui vont nous permettre de vérifier l'impact positif ou négatif de l'organisation des SGP sur la performance des gérants. L'intégration d'un troisième groupe de variables au modèle, *les variables de contexte*, en amont des variables de *comportements organisationnels formels* et *d'interaction* entre acteurs, va nous permettre de regarder l'effet des facteurs de contexte sur ces deux types de comportements organisationnels. Enfin, nous avons complété notre modèle d'analyse par une variable relative à la *performance des fonds gérés* (couple

rentabilité/risque). Les modalités des différentes variables vont être successivement présentées ci-dessous.

a) Le groupe de variables des comportements structurels formels

Ce groupe de variables intègre l'ensemble des dispositions prises par les responsables de sociétés de gestion pour structurer l'espace des comportements des gérants. 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 Kalika (1984, 1995) sur les structures organisationnelles des entreprises françaises ont également constitué une référence essentielle. Parmi les caractéristiques répertoriées, nous en avons retenu six.

- Le *degré de structuration*, qui permet de tenir compte du poids de la structure de décision. En effet, il est possible de distinguer au sein des SGP, les grandes entités où les processus de gestion peuvent apparaître beaucoup plus complexes des petites entités, où les structures sont plus allégées. Le degré de structuration 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 qui 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 Mintzberg (1979): « 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 notre travail, nous analysons

uniquement le contrôle des performances des gérants de portefeuille au travers notamment de la fréquence de ces contrôles.

- A coté de ces caractéristiques quelque peu classiques en analyse des organisations, nous en avons adjoint une autre appréhendant le *degré de concertation* caractérisé par le nombre d'organes collégiaux de prise de décisions (comités d'investissement, comités de gestion, etc.). Ces instances collégiales regroupent souvent les éminences grises de la SGP. C'est dans ces instances que sont souvent adoptées les grandes orientations d'allocation d'actifs auxquelles les gérants devraient formellement se conformer. La mise en place de cette variable permet ainsi d'évaluer le degré d'intégration des gérants de portefeuille aux politiques d'investissement de la SGP.

- Enfin, le type de *leadership* pratiqué dans les différents organes de concertation permet de tenir compte du degré avec lequel les gérants de portefeuille sont associés ou non à la définition des grandes orientations stratégiques. C'est en effet au sein des différents organes de concertation 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. Enfin, d'autres accorderont une autonomie totale aux gérants de portefeuille. C'est notamment le cas dans les petites structures de gestion.

b) Le groupe de variables d'interaction entre acteurs

Contrairement au groupe de variables des comportements structurels formels qui était essentiellement inspiré de concepts issus d'études antérieures, les modalités du groupe des variables d'interaction entre acteurs relèvent 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, sont autant de relations pouvant apporter d'évidentes complémentarités dans la prise de décision des gérants de portefeuille.

c) Le groupe des variables 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 Kalika (1984, 1995). Les variables de contexte retenues sont :

- La taille qui est censée 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 (Kalika, 1984, 1995). 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 la SGP 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 aura tendance à formaliser en grande partie ses comportements car les responsables devraient justifier les résultats de leurs actions auprès des tiers. Ce qui pourrait être le cas de certaines SGP ne pouvant s'affranchir des recommandations de gestion émanant des sociétés-mères ou des promoteurs des fonds sous gestion.

d) La variable relative à la performance des fonds gérés

Depuis le modèle moyenne-variance proposé par 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 Treynor (1965), Sharpe (1966) et Jensen (1968), permettent de représenter très concrètement les deux paramètres de rentabilité et de risque. 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 utilisant 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)⁴ 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'actifs (actions, obligations) 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. En effet, la comparaison entre la rentabilité du fonds et le taux sans risque n'est censée intéresser, en théorie, que le souscripteur individuel qui fait un arbitrage entre un investissement risqué et un investissement sans risque. Or, dans un cadre professionnel, bon nombre de gérants de portefeuille adoptent une gestion dite "active" dont l'objectif est de suivre et de battre un indice (ou *benchmark*) défini à l'avance. En cela, 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 portefeuille de référence 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'excès 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. Ce dernier argument s'appelle écart de suivi (*Tracking error*). On peut écrire :

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

Avec T , le nombre d'observations.

⁴Afin 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, sont issues du cadre théorique de l'APT ou MEA (Modèle d'Evaluation par Arbitrage).

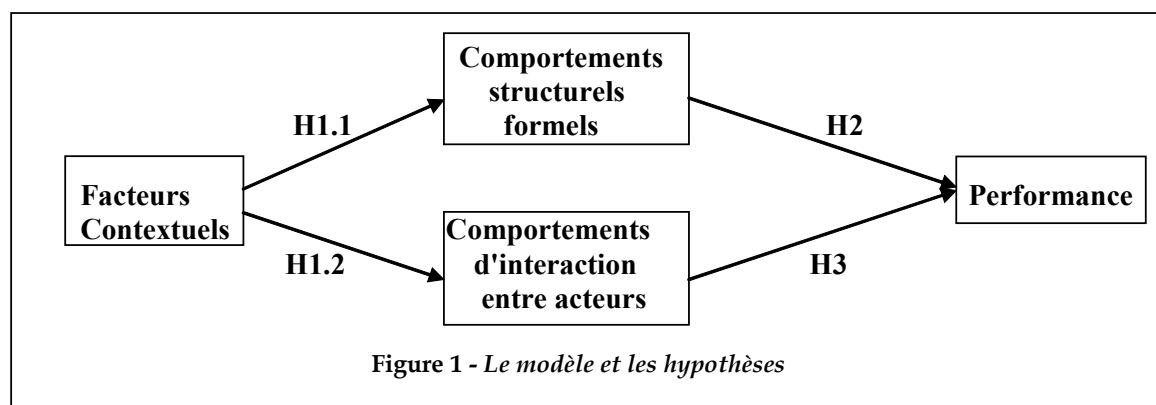
En outre, à cause des différentes critiques évoquées par la littérature à l'encontre de l'écart-type, les moments partiels inférieurs d'ordre 2 (MPI2) ont été utilisés comme mesure de risque. Les MPI2 sont fondés sur l'attitude de l'investisseur face au risque d'avoir une rentabilité inférieure à un seuil. 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 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*.

2.2. Le modèle et les hypothèses de travail

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



Selon ce modèle de recherche, deux groupes de *variables indépendantes*, les variables de comportements structurels formels et les variables d'interaction entre acteurs, et une *variable modératrice*, la variable de contexte, vont influencer sur la performance des fonds gérés. A 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) possèdent une influence sur la performance des fonds gérés.

Afin de tester les 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.

3. Données et échantillons

3.1. 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 variable relative à la mesure des performances des fonds.

3.1.1. 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 gérants de portefeuille, acteurs clés au sein des SGP. Le processus global de collecte de données organisationnelles a permis de constituer un échantillon de 59 SGP, soit un taux de près de 20% par rapport à la population de SGP de la place de Paris au moment de l'étude. 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 gérants de portefeuille. 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 l'Autorité des Marchés Financiers. En dehors des montants non communiqués, les SGP de l'échantillon géraient environ 500 milliards d'Euros, soit plus de 76% du total de l'actif des OPCVM gérés sur la place boursière parisienne au moment de l'étude. Ainsi, l'échantillon de l'étude représentait plus des 2/3 du montant total des fonds gérés en France au moment de l'étude, ce qui était très représentatif de la population totale. En outre, la gestion pour compte de tiers comptait 5797 OPCVM, dont 4628 FCP et 1169 SICAV⁵. Les SGP de l'échantillon géraient environ 3253 OPCVM, soit 56% de la population totale.

3.1.2. 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 souscripteurs. Pour intégrer un fonds dans l'étude, il fallait disposer de toutes ses valeurs liquidatives hebdomadaires durant la période de l'étude (5 ans). Certains fonds ont été délibérément exclus de l'étude du fait de leur nature. C'est ainsi que les fonds 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. En effet, ces produits 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

⁵Source Banque de France.

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, enfin, les OPCVM obligations (françaises et internationales).

3.2. Le test des hypothèses : une approche PLS

Pour valider les hypothèses de travail, l'utilisation des méthodes d'analyse dites de deuxième génération (ou méthodes avancées selon 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). En outre, 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 (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 des contraintes citées.

L'approche PLS appliquée au modèle théorique présenté précédemment a fait ressortir les résultats chiffrés du tableau 1. Il s'agit des coefficients 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 multiples 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 formulées.

Hypothèses	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 est plus importante que l'influence des comportements structurels formels sur cette même performance

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

4. Analyse des résultats

Deux remarques essentielles viennent à la lecture des résultats du tableau 1. La première est que l'ensemble des hypothèses est validé. Le contexte de travail des SGP (critères de taille, d'appartenance à un groupe, d'âge, etc.) détermine sur les caractéristiques de l'architecture organisationnelle des firmes étudiées (degré de structuration, de formalisation, de contrôle, etc.). Le contexte influencerait les politiques organisationnelles formelles mises en place (**H1.1.**) à hauteur de 48%. De plus, ce même contexte influencerait également les caractéristiques informelles de l'organisation (**H1.2.**) : les interactions, spontanées ou non entre les acteurs, qu'il s'agisse des interactions entre les acteurs internes entre eux ou avec leurs partenaires externes. Cet ascendant 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 ou le contexte de travail d'une firme influence son architecture organisationnelle.

Plus intéressants sont les résultats concernant la relation architecture organisationnelle/performance. Les hypothèses de l'impact des comportements structurels formels sur la performance (**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 est plus importante (14%) que celle observée entre les comportements structurels formels et cette même performance (0,4%). La performance pourrait ainsi être expliquée principalement par l'intensité des interactions entre acteurs internes et externes à la SGP. L'équipe de gestion, ainsi que les réseaux de relations que les gérants de portefeuille entretiendraient avec l'extérieur, semblent constituer deux facteurs importants d'explication de la performance. La performance des fonds croîtrait donc avec le degré d'échange d'informations⁶. 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. En outre, ce résultat semble démontrer que les politiques organisationnelles formelles mises en place par les responsables des SGP ne seraient 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. En effet, quand on analyse l'influence indirecte des comportements structurels formels sur la performance, à partir du degré d'interaction entre acteurs, on constate un impact élevé, soit 33%⁷. 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 « dérapages » éventuels de la part des gérants de portefeuilles.

La portée de nos résultats semble confirmer 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 informations relatives aux sociétés cotées et celles relatives à l'environnement économique globale. Il est donc logique que les sociétés de gestion de portefeuille ayant les plus grandes capacités organisationnelles pour recueillir, traiter,

⁶ Si l'on accepte que celui-ci puisse être mesuré par le degré d'interaction entre acteurs.

⁷ 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.

analyser, valoriser les informations obtiennent des performances supérieures à celle des autres. La capacité de traitement ne peut qu'être d'origine organisationnelle. L'architecture organisationnelle trouve donc bien sa place dans le lien fondamental « Information – Organisation » et « Gestion de l'information – Performance financière du fonds ».

Les résultats du test permettent également de réconcilier les théories de l'efficacité organisationnelle et celles de l'efficacité des marchés financiers. En effet, une approche simpliste de la théorie de l'efficacité 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 gérants de portefeuilles de mieux utiliser l'information dont ils ont besoin. Dans ce cadre, l'organisation est fondamentale. Les SGP ayant la meilleure architecture organisationnelle auraient également la meilleure performance. La concurrence importante existant entre les différentes SGP devrait pousser celles-ci à recomposer sans cesse leur architecture organisationnelle.

CONCLUSION

La place des recherches en sciences des organisations est restée très longtemps secondaire dans l'industrie de la gestion d'actifs. L'importance accordée par les chercheurs à la mesure des performances des fonds a fait passer sous silence les prescriptions de cette discipline à part entière. Pourtant, de plus en plus d'investisseurs – individuels ou institutionnels – préférant confier la gestion de leur épargne à des gérants de portefeuille professionnels, confèrent une attention toute particulière à l'organisation qui emploie ces derniers. En témoigne le développement des appels d'offres et l'apparition d'acteurs nouveaux (consultants, agences de notation, etc.) s'interposant entre les investisseurs et les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) pour décider des choix de délégation de gestion. La question se pose cependant de savoir si l'architecture organisationnelle adoptée par telle ou telle SGP peut conditionner l'importance relative des performances obtenues sur les fonds gérés. L'objectif central de cette étude était de tenter de répondre à cette question.

Les caractéristiques de l'architecture organisationnelle ont été identifiées et mesurées à partir des variables structurelles formelles (Processus et moyens de contrôle mis en œuvre, design organisationnel, comités d'investissement, etc.) et des variables d'interaction entre acteurs (liées aux échanges d'informations notamment). La performance est mesurée à partir du couple rendement/risque. 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 gérants de portefeuille pourrait ainsi être expliquée principalement par l'intensité des relations d'échanges d'informations, de compétences et de savoirs entre acteurs au sein et en dehors de l'organisation. 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 gérants de portefeuille, en réponse notamment aux nécessités de contrôle exigées par les autorités de tutelle à travers la réglementation en vigueur.

La relation architecture organisationnelle/performance des gérants de portefeuille est donc vérifiée. En cela, les études relatives à la mesure des performances des fonds d'investissement 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 les discussions entre acteurs. De tels travaux viendraient certainement enrichir la compréhension du rôle des gérants de portefeuille professionnels et les déterminants de leurs performances.

Bibliographie

- Arrow K. (1971), « Essay of the Theory of Risk-bearing », Chicago, Ed. Markham.
- Black F. et Scholes M. (1981), « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, pp. 637-654.
- Brickley James A., Smith, Clifford W. Jr. and Jerold L. Zimmerman (2004), *Managerial Economics and Organizational Architecture* (The Mc Graw-Hill Companies Inc, Irvin, 3rd ed.)
- Bronner G. (1996), « Quelques bonnes raisons de mal anticiper le futur », *L'année Sociologique*, vol. 46, n°2, PUF.
- Charreaux G. (2001), « L'approche économico-financière de l'investissement », in *Image de l'investissement*, Vuibert/Fnege, pp.13-60.
- Croutsche J.J. (1997), « Pratique de l'analyse de données », Ed. ESCKA.
- Duclos D. (1996), « Puissance et faiblesse du concept de risque », *L'année Sociologique*, vol. 46, n°2, PUF.
- Douglas M. et Wildavski (1983), « Risk and Culture », University of California Press, Berkeley.

- Evrard Y., Pras B. et Roux E. (1997), « Market. Etudes et recherche en marketing », Editions Nathan, 2^{ème} Ed.
- Fama Eugene F. (1970), «Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance* 25, 383-417.
- Gallais-Hamonno, Georges and Grandin, Pascal (1999), « Les mesures de performances », *Banques & Marchés* 42, 56-62.
- Hall R. (1974), « Organization, Structure and Process », Prentice Hall.
- Jensen, Michael (1968), «The performance of mutual funds in the period 1945-1964 », *Journal of Finance* 23, 389-416.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1992), Specific and General Knowledge and Organizational Structure, *in* Werin L. and Wijkander H., *Contracts Economics*, Blackwell.
- Kalika M. (1984), «Contribution à la connaissance de la structure organisationnelle : essai d'analyse systémique », Thèse de Doctorat d'Etat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.
- Kalika, Michel (1995), *Structures d'entreprises: réalités, déterminants, performances* (Economica, Paris).
- Knight F. (1921), « Risk Uncertainty and Profits », Kelly and Millan (Ed. 1957).
- March J.C. et Shapira Z. (1987), « Managerial Perspectives on Risk Taking », *Management Science*, 33 (11), pp. 1404-1418.
- Markowitz, Harry (1952), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance* 3 (1), 77-91
- Mintzberg, Henry (1979), «The structuring of organizations: A synthesis of the research », Prentice-Hall (Englewood Cliffs, N.J.).
- Powel Walter W. (1990), « Neither Market Nor Hierarchy: network forms of organization Research », *Organizational behaviour* 12, 295-336.
- Pugh D.S. et al. (1963), « A Conceptual Scheme for Organizational Analysis », *Administrative Science Quarterly*, dec., vol.8, pp.289-315.
- Savage L.J. (1954), « The Foundation of Statistics », Norfolk Wiley.
- Simon H. (1957), « Administrative Behavior. A study of Decision-Making Process in Administrative Organisation », Mc Millan.
- Simon H. (1991), « Bounded Rationality and Organizational Learnig », *Organization Science*, vol. 2, n°1, pp.122-128.
- Sharpe, William F. (1966), « Mutual fund performance », *Journal of Business* 39(1), 119-138.
- Smith, Clifford W. Jr. (2001), « Organizational Architecture and Corporate Finance », *Journal of Financial Research* 24 (1), 1-13.
- Stinchcombe Arthur L. (1965), « Social Structure and Organizations », *in* J. MARCH (Ed.), *Handbook of Organizations*, pp.142-193, Rand Mc Nally, Chicago.
- Treynor, Jack (1965), « How to rate management of investment funds », *Harvard Business Review* 43, 63-75.
- Von Neuman J. et Morgenstern O. (1947), «Theory of Games and Economic Behavior», Princeton University Press.