

Marchés, produits et acteurs

Les fonds d'investissement

Comprendre les
marchés financiers
Cahiers français
n° 361

Marchés,
produits
et acteurs

58

En l'espace de deux décennies, les fonds d'investissement sont devenus des acteurs incontournables des marchés financiers. Aux côtés des investisseurs institutionnels, spécialisés dans la gestion collective de l'épargne des ménages, se sont développés des fonds non conventionnels, tels que les *hedge funds* ou les fonds de *private equity*, dont la gestion opaque et les stratégies risquées suscitent régulièrement la méfiance. Christophe Boucher analyse le poids et le rôle des différentes catégories de fonds d'investissement dans le système financier. Si les fonds non conventionnels gèrent des quantités d'actifs modestes par rapport aux investisseurs institutionnels, ils détiennent, de par leur concentration et les risques auxquels ils sont exposés, une importance stratégique.

C. F.

Les *hedge funds*, les fonds souverains, les fonds de *private equity* se sont imposés dans le débat public sans pour autant que leurs caractéristiques, leurs stratégies et leurs conditions de développement soient bien comprises. La crise financière actuelle a mis en lumière certains excès et appelle à une plus grande transparence et régulation de ces fonds – pas vraiment nouveaux – qui se sont rapidement développés depuis quelques années. Tous ces acteurs ont pour point commun d'œuvrer en tant qu'intermédiaires financiers mais ils s'avèrent très différents des OPCVM (1) classiques.

Cet article dresse un panorama des différents types de fonds d'investissement qui se sont développés avec l'essor des marchés financiers et analyse leur rôle dans le système financier. Ces fonds sont-ils vraiment différents les uns des autres ? Pourquoi se sont-ils développés ? Quels sont leurs risques ? Jouent-ils un rôle déstabilisant ?

On distingue aujourd'hui deux grandes familles de fonds d'investissement : les **investisseurs institutionnels** et les **fonds non conventionnels**. Les premiers comprennent les OPCVM, les fonds de pension et les compagnies d'assurance et participent depuis les années 1980 au développement de la gestion collective de l'épargne des ménages. Les seconds regroupent les fonds souverains, les fonds de *private equity*, les *hedge funds* et les *exchange traded funds (ETF)*. Ces fonds mal connus partagent un certain manque de transparence et présentent des stratégies souvent sophistiquées.

Les différentes catégories d'investisseurs institutionnels

Depuis le milieu des années 1980, on assiste à une institutionnalisation croissante de l'épargne des ménages. Cette dernière est, en effet, dans une proportion de plus en plus grande, collectée et gérée par des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire des OPCVM, des fonds de pension et des compagnies d'assurance.

Les **OPCVM** regroupent les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placements (FCP). Ce sont des produits d'épargne qui présentent deux caractéristiques principales : d'abord, ils permettent de détenir une partie d'un portefeuille de valeurs mobilières (actions, obligations...) commun à plusieurs investisseurs ; ensuite, leur gestion est confiée à un professionnel (2). Les **fonds de pension** ont, quant à eux, pour finalité de favoriser la constitution d'une épargne pour la retraite des ménages. Ils perçoivent des cotisations salariales ou patronales, les gèrent par capitalisation et, au moment du départ des affiliés, leur versent des prestations sous forme de rente ou de capital. Ils peuvent être à cotisations définies ou à prestations définies. Enfin, les **compagnies d'assurance** sont spécialisées dans la protection contre le risque de pertes financières associées à la réalisation d'événements particuliers.

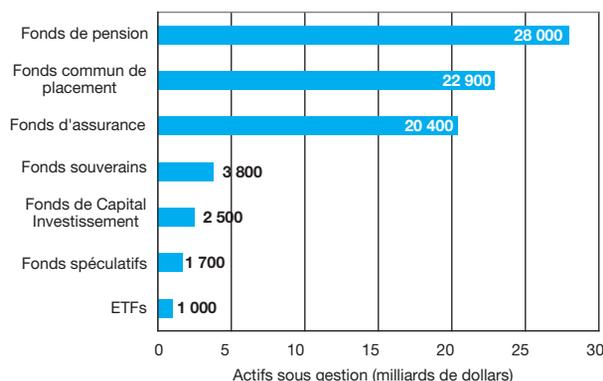
La place des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers

Le développement de la gestion institutionnelle de l'épargne collective, qui débute dans les années 1950 et s'accélère à partir des années 1980, a été considérable et a permis aux investisseurs institutionnels de devenir les principaux investisseurs en termes de volumes d'actifs gérés (graphique 1). Leur essor s'explique par les évolutions démographiques et les transformations institutionnelles de l'économie telles que l'individualisation de la retraite consécutive au déclin des régimes de retraite professionnels

(1) Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

(2) Ces fonds ont le plus souvent un objectif de rendement relatif, par rapport à un indice de référence que les gérants essaient de dépasser.

Graphique 1. Actifs sous gestion des fonds d'investissement en 2009



Sources : TheCityUK.

instaurés avant la Seconde Guerre mondiale, certaines réformes juridiques et fiscales, ainsi que par la baisse des coûts de la participation au marché boursier et de la diversification des portefeuilles.

Concentration de l'actionariat et nouvelles règles de gouvernance

Ce développement de la gestion collective de l'épargne a considérablement modifié la structure actionnariale. Autrefois relativement dispersé, l'actionariat est devenu plus concentré. Le modèle traditionnel de l'entreprise caractérisé par la séparation de la propriété et de la gestion des moyens de production au profit du *manager* a profondément été remis en cause. Les investisseurs institutionnels exercent une influence croissante sur la gestion des firmes à travers un ensemble de règles et de pratiques (« le gouvernement d'entreprise ») qui visent à aligner l'intérêt des *managers* sur celui des actionnaires.

Cette maximisation de la valeur actionnariale semble s'exprimer sous la forme d'exigences de rendements des fonds propres des entreprises élevés et stables dans le temps qui reportent le risque – autrefois pris par l'actionnaire – sur l'entreprise et le salarié, la masse salariale devenant la principale variable d'ajustement.

Ainsi, aux États-Unis, si les sorties de récession ont traditionnellement été suivies – depuis l'après-guerre et jusqu'aux années 1980 – d'un fort rebond du marché du travail, depuis vingt ans, les phases de reprise ont au contraire été particulièrement pauvres en emplois, soulevant l'hypothèse d'un changement durable dans la réaction du marché du travail à l'activité.

Les fonds souverains

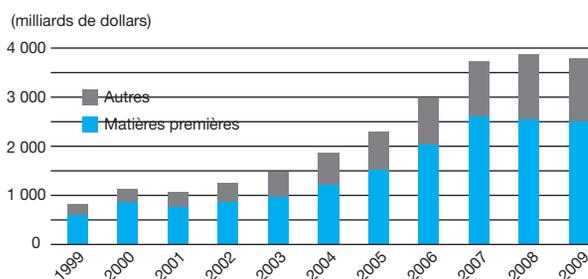
Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics détenus par des États. Pour la plupart opaques dans leur gestion, ces fonds placent à long terme les surplus de la balance des paiements, les surplus budgétaires, les

recettes de privatisation, ou les recettes d'exportation de matières premières. En dehors de leur horizon d'investissement relativement long, les fonds souverains sont très hétérogènes avec des objectifs qui peuvent être très différents : diversification et lissage de revenus, soutien à la politique industrielle, etc.

Le poids des fonds souverains

Leur taille globale qui s'élève à près de 3 800 milliards de dollars en 2009 place les fonds souverains devant les *hedge funds* mais loin derrière les investisseurs institutionnels (graphique 1). Au niveau mondial, on dénombre aujourd'hui une quarantaine de fonds souverains, souvent contrôlés par des pays émergents. Environ deux tiers de leurs avoirs proviennent des matières premières (graphique 2) en particulier énergétiques (pays du Moyen-Orient, Russie, Norvège, etc.). Ces fonds apparaissent particulièrement concentrés puisque six pays totalisent plus de la moitié du total des avoirs (les Émirats arabes unis, la Norvège, l'Arabie saoudite, la Chine, le Koweït et Singapour). Au-delà de leur taille relative, c'est leur taux de croissance de plus de 17 % par an en moyenne depuis 2003 (3) – liée à l'augmentation du prix des matières premières et à l'accroissement des déséquilibres de balances courantes au niveau international – associé à un activisme croissant qui interpelle le plus.

Graphique 2. Les actifs sous gestion des fonds souverains en 2009



Sources : TheCityUK.

De prêteurs à propriétaires actifs

Les fonds souverains ont d'abord investi massivement dans des actifs peu risqués, tels que les bons du Trésor américains, et dans des actions de manière passive, c'est-à-dire de façon minoritaire en se contentant d'engranger les dividendes. Mais certains n'hésitent plus, aujourd'hui, à prendre des participations majoritaires ou à user de leurs droits de vote.

Une large part des inquiétudes politiques autour des investissements des fonds souverains (4) tourne autour de

(3) Il pourrait cependant être difficile pour les fonds souverains de maintenir dans le futur le même rythme d'accumulation tant pour les réserves de change que les revenus liés à l'exportation d'hydrocarbures.

(4) En août 2007, la chancelière allemande Angela Merkel a annoncé un projet de loi pour « préserver les intérêts nationaux face à des investissements étrangers problématiques ».

leurs motivations potentiellement stratégiques et politiques même si les législations nationales existantes permettent de protéger les secteurs stratégiques (défense, transport, télécommunications, énergie, santé) d'un transfert de propriété et de technologie vers l'étranger. Néanmoins, des codes éthiques et de transparence se sont peu à peu mis en place et les attitudes ont évolué au gré des épisodes de turbulences financières. Leur profil d'investisseurs de long terme les a rendus en effet particulièrement courtisés.

Les avantages économiques

Le développement de fonds souverains présente plusieurs avantages à la fois pour les États « propriétaires » et pour les pays qui reçoivent leurs capitaux. Ces fonds permettent en effet de stabiliser des revenus liés à la fluctuation des prix des matières premières, d'obtenir un rendement supérieur à celui des réserves de change traditionnelles, de préserver l'épargne pour les générations futures ou encore de financer des projets de développement économique ou des projets sociaux.

Les pays qui reçoivent ces investissements profitent d'une source de financement non négligeable et en particulier de leur horizon de long terme qui leur permet d'investir de façon contracyclique. L'intervention des fonds souverains, au plus fort de la crise, auprès de grandes banques américaines témoigne de leur rôle stabilisateur (5). Aussi, en février 2011, le gouvernement du Qatar a annoncé un investissement de 300 millions d'euros pour recapitaliser les caisses d'épargne espagnoles.

Les hedge funds

Les *hedge funds* se distinguent, peut-être plus encore que les fonds souverains, par leur manque de transparence. Ils recouvrent une grande variété de stratégies, chacun se positionnant comme détenteur d'un savoir-faire spécifique en matière d'ingénierie financière. Ils se caractérisent néanmoins par des stratégies d'investissement flexibles, une faible liquidité et un objectif de performance absolu, c'est-à-dire indépendant de l'évolution globale des marchés. Ils se développent à partir de faibles contraintes réglementaires et sous une relative opacité afin de protéger leurs innovations financières. Un *hedge fund* peut prendre des positions à découvert, détenir un portefeuille très concentré (peu diversifié), avoir recours à l'effet de levier (6) ou utiliser des produits dérivés. Les entrées et les sorties du fonds sont très limitées à la fois en volume mais également en durée (période minimale d'investissement) de façon à donner au gérant un certain confort pour pouvoir mettre en œuvre des stratégies payantes à long terme.

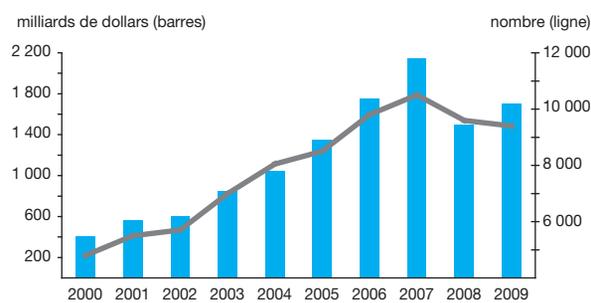
Un acteur modeste en taille mais incontournable

Relativement aux autres acteurs, cette industrie reste en termes d'encours très minoritaire (graphique 1) avec

1 700 milliards de dollars d'actifs sous gestion et environ 10 000 fonds en 2009 (graphique 3) (7). Cette industrie est par ailleurs très concentrée. Les vingt plus gros fonds représentent 30 % des actifs sous gestion et les cent plus gros représentent 65 % de l'ensemble.

Mais si leurs actifs sous gestion restent relativement modestes, ces fonds représentent, selon les estimations, entre 10 % et 20 % des transactions quotidiennes aux États-Unis avec des niveaux beaucoup plus élevés sur certains sous-segments comme les dérivés de crédit où ils représentent 60 % des volumes échangés. Ce poids dans les transactions leur confère un rôle d'animateur de marchés et de fournisseur de liquidités. Ils pèsent ainsi sur les marchés proportionnellement plus que leurs actifs gérés non seulement parce qu'ils sont plus mobiles et actifs, mais aussi parce qu'ils utilisent l'effet de levier qui accroît leur force de frappe.

Graphique 3. Les hedge funds en 2009



Sources : TheCityUK.

Des risques individuels extrêmes au risque systémique

Les fonds spéculatifs se distinguent également par la nature de leur risque. Leurs stratégies (effet de levier, produits dérivés optionnels, ventes à découverts, actifs peu liquides, etc.) se caractérisent en effet par des risques extrêmes que les mesures de risques traditionnelles utilisées par l'industrie de la gestion d'actifs ne permettent pas d'appréhender correctement.

Par ailleurs, ces fonds n'ont pas d'obligations de valorisation ou de liquidité contraignantes, ce qui les rend particulièrement opaques. Chaque gérant a la liberté de recourir à ses propres méthodes de valorisation et de déterminer la fréquence à laquelle il souhaite les communiquer à ses clients.

(5) Ce qui n'a pas manqué de susciter des débats dans les pays « propriétaires » des fonds souverains lorsque la valeur de ces banques chutait à nouveau plusieurs semaines après l'intervention des fonds.

(6) L'effet de levier est communément défini comme étant, soit la capacité d'un fonds à emprunter du *cash* pour augmenter le volume de ses positions acheteuses, soit sa capacité à emprunter des titres pour prendre des positions vendeuses. Le volume investi par le fonds peut donc être supérieur au montant de son actif en gestion.

(7) Leur développement a été favorisé par des conditions de marchés difficiles au début des années 2000, lesquelles ont révélé les atouts des performances décorrélées du marché par rapport à la gestion traditionnelle.

Mais les *hedge funds* ne sont pas seulement risqués pour leurs propres investisseurs, ils peuvent être aussi une source de risque systémique. En raison de leur fort endettement et de leur stratégie agressive, une faillite peut entraîner une fragilité bancaire. La débâcle en 1998 du *hedge funds* LTCM qui fondait sa stratégie sur l'arbitrage d'obligations (principalement d'États de l'OCDE), en recourant à un levier d'endettement important (8) en est une illustration emblématique. Sa faillite aurait eu des conséquences dramatiques sur les banques qui lui avaient fait crédit, tant les montants prêtés étaient colossaux. À la demande de la Fed, un consortium de banques a dû injecter 3,65 milliards de dollars afin que le fonds puisse continuer son activité.

Surtout, malgré l'hétérogénéité des stratégies mises en place, ces fonds peuvent avoir tendance à suivre des comportements très proches au même moment. Un événement important de marché peut alors générer un risque systémique, alors même que l'impact de chaque fonds est limité. Mais plus que détonateurs, les *hedge funds*, en raison de leur effet de levier et de leurs positions sur les produits dérivés, ont un rôle d'amplificateur en cas de crise.

La démocratisation des *hedge funds* et les nouveaux risques

Si, à l'origine, ces fonds étaient principalement souscrits par des institutionnels ou des particuliers fortunés, la structure de clientèle des *hedge funds* s'est depuis le début des années 2000 élargie. Il existe aujourd'hui des *hedge funds* dont la politique d'investissement est encadrée (en France, les OPCVM à règles d'investissement allégées). À la suite de la récente crise financière, les investisseurs privilégient désormais la transparence, la liquidité, le tout dans un cadre réglementé établi. Récemment, des stratégies *hedge funds* se conformant aux contraintes UCITS III (9) ont connu un très vif développement. Un modèle « *onshore* » vient ainsi maintenant concurrencer le modèle historique « *offshore* ». Mais les contraintes de levier, c'est-à-dire d'emprunt de *cash* ou de titres, dans ce cadre réglementaire sont contournées par l'utilisation de produits dérivés complexes qui permettent de répliquer légalement cet effet de levier, créant finalement des risques supplémentaires de contrepartie, de liquidité et de réplification.

Les fonds de *private equity*

Les fonds de *private equity* sont spécialisés dans le financement d'entreprises non cotées en Bourse (d'où son nom « *private equity* » en opposition au terme « *public* »), qu'elles soient jeunes et à fort potentiel de croissance (il s'agit alors de capital-risque ou *venture capital*) ou matures et objets de restructurations et/ou de transmission (il s'agit alors de *Leveraged Buy Out* – *LBO*). Ces investisseurs ont pour objectif la réalisation, par la cession ou la vente de leur part à plus ou moins long terme (trois à dix ans selon les secteurs économiques) de plus-values. Cette « sortie » peut se faire soit de gré

à gré, soit par introduction en bourse. Les obligations réglementaires et garanties des *private equity* sont plus légères et leur liquidité beaucoup plus faible. Pour compenser cet aspect, le capital-investissement vise des performances de long terme supérieures à celles des marchés financiers. La réelle performance de ces fonds reste toutefois controversée.

Un rôle moteur pour l'innovation et la recherche-développement

Le *private equity* joue un rôle particulièrement important dans la création d'entreprises et de *start-up* innovantes, alors que l'emprunt auprès des banques est plus compliqué pour ces jeunes sociétés en raison de leurs spécificités. Par sa présence sur ces deux segments, le *private equity* est un acteur pivot de l'innovation et de la recherche-développement. Néanmoins, la majorité de ces fonds se concentre dans le *LBO*.

Des fonds de *LBO* au cœur de la polémique

Dès la fin des années 1980, l'apparition des fonds de *LBO* aux États-Unis a créé la polémique. La technique financière de *LBO*, qui consiste à racheter des sociétés avec un fort recours à la dette, remboursée ensuite par la société elle-même, a ainsi été récemment perçue comme une menace potentielle pour les entreprises ainsi que pour la stabilité financière. D'abord, les stratégies agressives d'endettement de ces fonds peuvent être une source de risque systémique dès lors que le marché du *private equity* entre en crise. Ensuite, les nombreux rachats d'entreprises cotées par ces fonds et leur retrait de la cotation induisent un risque d'assèchement de la liquidité. Enfin, l'opacité des fonds inquiète d'autant que les rémunérations des associés des fonds ainsi que des dirigeants des entreprises peuvent se révéler démesurées.

Les études qui examinent la performance individuelle des entreprises (en termes de rentabilité, d'effectifs, etc.) rachetées et restructurées par *LBO* ne parviennent pas à conclure de manière unanime sur l'impact du rachat. À l'inverse, la question de l'acceptabilité sociale du *private equity* se pose plus que jamais. Leur logique, visant à doper à marche forcée la rentabilité des entreprises, souvent au mépris des conditions sociales, avant de les revendre à bon compte, est très souvent dénoncée.

Les *exchange traded funds* (ETF)

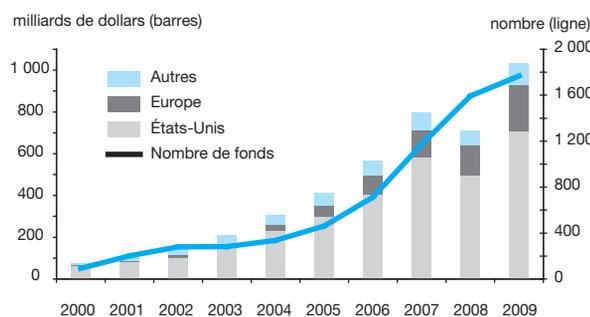
Les *exchange traded funds* (ETF) – littéralement « fonds négociés en bourse » – constituent un outil de construction

(8) Le volume des positions acheteuses et vendeuses cumulées du fonds était 28 fois plus important que le volume de son actif net.

(9) C'est-à-dire conformes à la directive OPCVM et donc enregistrés en Europe.

de portefeuille prisé des investisseurs, car ils représentent des instruments liquides et peu coûteux. Ces instruments ont connu une croissance explosive depuis leur apparition au début des années 1990. Aujourd'hui, environ 2 600 *ETF* se négocient sur diverses places boursières avec des encours qui atteignent 1 000 milliards de dollars (graphique 4). Leur développement s'est sensiblement accéléré depuis quelques années avec les performances pas toujours brillantes des OPCVM classiques dans des conditions de marché extrêmes. Ils ont pour objectif de répliquer la performance d'un indice boursier ou d'un portefeuille. Il devient alors possible d'acheter ou de vendre l'équivalent d'un panier de titres aussi facilement (en une seule opération, rapidement et à moindre coût) qu'un titre unique.

Graphique 4. Les *ETF* en 2009



Sources : TheCityUK.

Des risques cachés

Les méthodes de construction des *ETF* ont beaucoup évolué ces dernières années, notamment par l'introduction de la méthode de réplification dite synthétique – *via* des instruments dérivés – qui s'oppose à la réplification dite physique (achat total ou partiel des composants).

Cette évolution a entraîné de nouveaux risques, à l'image de certains produits structurés. Le premier de ces risques concerne leur capacité à répliquer l'évolution de l'actif qu'ils sont censés représenter. Ce risque est devenu plus important récemment avec de nouveaux *ETF* visant à répliquer des classes d'actifs exotiques, peu liquides ou proposant des effets de levier ou de vente à découvert. La seconde source de risque concerne les contreparties. Ainsi, l'utilisation des instruments *swaps* (contrat d'échange de flux financiers) dans la construction de l'*ETF* implique un risque de contrepartie vis-à-vis de l'institution qui les émet, même si des mesures de protection permettent de limiter le risque de perte à 90 % de la valeur de l'*ETF*. Enfin, des *ETF* sont apparus récemment sur des stratégies peu liquides, telles que les *hedge funds* ou le *private equity*. Prétendre répliquer fidèlement de telles stratégies à travers un *ETF* revient à vouloir créer de la liquidité artificielle. En réalité, ces *ETF* utilisent soit des modèles statistiques qui n'ont à ce jour pas démontré une capacité de réplification suffisante, soit une réplification *via* des mandats d'un univers très limité de stratégies et de gérants.

Les *ETF* offrent ainsi un accès très rapide et efficace à une multitude de secteurs, thèmes et styles d'investissement différents. Toutefois, malgré une image de produit simple, leur développement a généré de nouveaux risques qui en cas de crise de liquidité ou de turbulences extrêmes pourraient bien contribuer à amplifier leurs effets.

*
**

La montée en puissance des fonds d'investissement non conventionnels tels que les *hedge funds*, les fonds souverains et les fonds de *private equity*, souvent opaques et peu régulés, suscite des inquiétudes. Si le volume d'actifs qu'ils gèrent apparaît bien modeste relativement aux investisseurs institutionnels, leur concentration et leur force de frappe en font des acteurs incontournables du système financier. Leur rôle économique apparaît très différent selon les acteurs et surtout ambivalent. Les *hedge funds* apportent la liquidité mais peuvent amplifier une crise par leurs stratégies. Les fonds souverains offrent des capitaux à long terme mais portent potentiellement des intérêts stratégiques. Les fonds de *private equity* permettent le développement des sociétés non cotées mais au prix de restructurations au coût social parfois désastreux. Les *ETF*, enfin, accroissent la liquidité de l'épargne mondiale mais sont porteurs de nouveaux risques.

Christophe Boucher,
A.A.Advisors-QCG (ABN AMRO), Variances,
Université Paris-1 (CES/CNRS)

Pour en savoir plus

Banque de France :

- (2007) « Hedge funds », *Revue de la stabilité financière*, Numéro spécial.

- (2008), « Bilan et perspectives des fonds souverains », *Focus*, n° 1, novembre.

Boubel A., Pansard F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

Glachant J., Lorenzi J.-H. et Trainar P. (2008), « *Private equity* et capitalisme français », *Rapport du CAE*, n° 75, Paris, La Documentation française.

Lepetit J.-F., (2010), *Rapport sur le risque systémique*, Paris, La Documentation française.

Plihon D. et Ponsard J.-P. (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ?*, Paris, La Documentation française, coll. « Les études ».