

## **Contrôle de gestion, dédouanement et légitimité : le cas de l'industrie de l'*Asset Management***

**Gillet Philippe**

**Institut d'Administration des Entreprises**

**Université de Poitiers**

IAE Poitiers, 20 Rue Guillaume VII Le Troubadour

BP 637, 86022 Poitiers Cedex, France

Tel : +33 6 64 38 05 65

[Phggillet@iae.univ-poitiers.fr](mailto:Phggillet@iae.univ-poitiers.fr)

### **Résumé**

L'article examine en quoi et comment l'existence d'une industrie spécifique et de ses principaux outils de contrôle de gestion peut être expliquée par les théories des sciences de gestion, en l'occurrence les théories liées à la théorie du mandat (agence) et plus spécifiquement à la notion de dédouanement ainsi qu'à la théorie de l'isomorphisme des organisations de Powell et DiMaggio. En effet l'existence des sociétés d'*Asset Management* dans un contexte d'efficience des marchés financiers peut-être surprenante. Elle ne permet en effet aucune plus-value pour les clients de ces firmes et restent contraintes, pour des performances essentiellement dues au hasard, d'acquitter des frais de gestion élevés. Ce paradoxe ne peut être expliqué que par le besoin des investisseurs institutionnels de montrer à leurs propres mandants que leurs actions sont irréprochables. De même, l'attribution de performance n'a d'autre objectif pour la société de gestion qu'elle a tout mis en œuvre pour maximiser la rentabilité de la gestion qu'elle effectue.

**Mots clés** : finance, asset management, légitimation, théorie de l'agence, contrôle de gestion.

## INTRODUCTION

Les pratiques managériales et les pratiques de contrôle de gestion ont théoriquement pour objet d'améliorer les performances et la productivité des entreprises. Elle peut se décomposer en deux aspects : la vérification de la bonne utilisation des moyens engagés d'une part et la vérification du niveau de performance réalisé d'autre part (Gervais (2005)). Néanmoins, les pratiques managériales et les systèmes de contrôle de gestion ont également eu un développement autonome, au dehors des firmes censées les accueillir et pour des raisons propres à leur existence (Bouquin (2004)) Dans d'autres cas, ils ont pu servir à des fins qui n'étaient pas celles pour lesquelles elles avaient été conçues initialement. A cet égard, l'exemple de l'industrie de la gestion de portefeuille (*Asset Management*) est intéressant à étudier. Cette industrie qui gère environ 13.068 milliards d'euros à fin 2004<sup>1</sup> est extrêmement rémunératrice pour ses actionnaires et ce sans que son utilité même et la plus-value qu'elle apporte à ses clients soit évidente a priori. En effet, dans le contexte particulier de l'efficience des marchés financiers, il est rare que les gérants de portefeuilles puissent battre de façon durable, l'indice de référence qui leur est assigné. Il est alors plus profitable pour les clients soit d'investir directement sur l'indice de référence des fonds, soit de confier leur épargne à des fonds dits « passifs », dont l'espérance de rentabilité est identique et dont les coûts de gestion sont moindres. Cette industrie utilise alors des techniques de contrôle de gestion afin, non d'améliorer ses performances, mais de légitimer son action auprès de ses partenaires et de justifier ses résultats envers ses clients.

L'objet de cet article est double : Il consiste d'abord à étudier l'intérêt et à justifier l'existence de l'industrie de l'*Asset Management* (ou gestion d'actifs) alors que la plus-value qu'elle est susceptible d'apporter à ses clients est nulle, voire négative ; Il consiste également à étudier les principaux outils de contrôle de gestion de cette industrie et leur utilité dans ce cadre. A quoi peuvent donc servir, en effet, des outils de contrôle de gestion expliquant à ses utilisateurs que la plus-value apportée par leur métier est nulle et comment justifier les actions ayant permis d'en arriver là ? Il est clair que les réponses aux deux questions sont intimement liées.

---

<sup>1</sup> : source : EFAMA/ICI. Compte tenu de la progression des souscriptions et de la hausse des marchés financiers entre 2004 et 2006, on peut estimer ce chiffre à plus de 15.000 milliards d'euros à fin 2006.

Dans une première partie, l'industrie de l'*Asset Management*, ses particularités et les principales techniques de contrôle de gestion qu'elle utilise seront présentées d'abord. Un rappel de la théorie de l'efficience des marchés financiers, plus particulièrement dans le contexte de la gestion de portefeuille sera présentée ensuite. La seconde partie sera consacrée à la justification de l'existence de l'industrie de l'*Asset Management* dans ce contexte. D'abord, en utilisant diverses théories de gestion ; ensuite en se focalisant sur le rôle sociétal de l'industrie de l'*Asset Management* sur les marchés financiers.

## **1. PRESENTATION DE L'INDUSTRIE DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE (*ASSET MANAGEMENT*) ET EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS**

### **1.1. PRESENTATION DE L'INDUSTRIE DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE**

La montée en puissance des fonds de retraite par capitalisation et la demande toujours plus importante d'assurances et d'opportunités de placement des ménages expliquent la vitalité de l'industrie de la gestion d'actifs, également connue sous le terme anglo-saxon noms d'*Asset Management*<sup>2</sup>.

En effet, rares sont les investisseurs, particuliers ou institutionnels, qui se risquent directement sur les marchés financiers. Dans la très grande majorité des cas, ils confient la gestion de leur épargne à des sociétés spécialisées dans la gestion de portefeuille, les sociétés d'*Asset Management*. Ces sociétés ont une activité purement intellectuelle qui consiste à décider des types de placement des fonds entre les différentes opportunités proposés par les marchés financiers.

L'industrie de l'*Asset Management* est une industrie spécifique, se caractérisant par un nombre important d'acteurs, pour une raison évidente de maîtrise des risques et de réduction des possibilités de défaillance. Les sommes en jeu sont considérables, et représentent, pour certains investisseurs, des années de cotisations retraites. Les sociétés d'*Asset Management* n'exercent qu'une activité de décisions de placement et ne détiennent pas les fonds qu'elles gèrent. Les sociétés de gestion d'actifs sont soumises au contrôle de multiples organismes comme, en France l'AMF et la CECEI (Commission des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement). Sur le plan actionnarial, peu de sociétés d'*Asset Management* sont réellement

---

<sup>2</sup> : afin d'éviter les répétitions, les termes *Asset management*, gestion de portefeuille et gestion d'actifs seront alternativement utilisés pour définir cette industrie.

indépendantes. De manière générale, elles font partie de grands groupes bancaires ou d'assurance, tels que la Société Générale (dont la filiale d'*Asset Management* est la SGAM), BNP-Paribas (BNP-PAM), Dexia (Dexia AM), Fortis (Fortis Investments), Schroders (Schroders AM), Barclays, HSBC, Deutsche Bank, AGF, Crédit Agricole (CAAM), etc.... En France, elle est constituée de 485 sociétés qui géraient au 31 Décembre 2005 un actif total de 2.200 milliards d'euros<sup>3</sup>. Les États-Unis constituent le premier pôle mondial de gestion d'actif (avec environ 45,5% de parts de marché), suivis par l'Union Européenne (42% de parts de marché, essentiellement en France -20,5% des actifs mondiaux gérés-, au Luxembourg, au Royaume-Uni, en Allemagne et en Irlande).

L'industrie de l'*Asset Management* est entièrement intégrée au niveau européen voire mondial. Les différents investisseurs peuvent faire appel, quelle que soit leur nationalité, à n'importe quelle société d'*Asset Management*. Ces entreprises sont soumises, quel que soit leur pays de résidence, à la tutelle des autorités boursières nationales (AMF en France, CSSF au Luxembourg, CBFA en Belgique, SEC aux États-Unis etc ). Cette tutelle est effective, et les contrôles sur place effectués par les autorités de marché sont fréquents. En outre, en France, la CECEI (Commission des Établissements de Crédit et des Entreprises d'investissement) exerce une seconde tutelle sur les *Asset Managers*. Mise à part cette spécificité française, il n'y a pas de différence majeure de statut juridique ou de protection particulière différente selon les pays<sup>4</sup>. Les investisseurs sont en premier lieu protégés par le contrat strict qui les lie à l'*Asset Manager* et qui prévoit de manière très précise la politique d'investissement et les limites de position qu'il peut prendre. Il est en deuxième lieu protégé par le benchmark<sup>5</sup> défini en commun entre l'investisseur et l'*Asset Manager*. Enfin, il ne faut pas négliger que les *Asset Managers* ne détiennent directement ni titres, ni fonds. Ils n'exercent que la fonction intellectuelle de décision de placement qu'ils font ensuite exécuter. Les établissements bancaires et les déposataires détiennent et conservent fonds et titres. Cette séparation des différentes fonctions entre différentes entités distinctes est la meilleure des protections pour les investisseurs.

---

<sup>3</sup> : source : rapport AFG.

<sup>4</sup> : Dans les faits, il ne faut pas négliger que la notion de gestion sous mandat est d'origine anglo-saxonne et plus spécifiquement américaine. C'est donc la SEC qui a, en premier lieu, posé les « règles du jeu », les européens n'ayant fait que suivre le mouvement dans un second temps. L'intégration européenne a, de son côté, homogénéisé les réglementations intra-européennes.

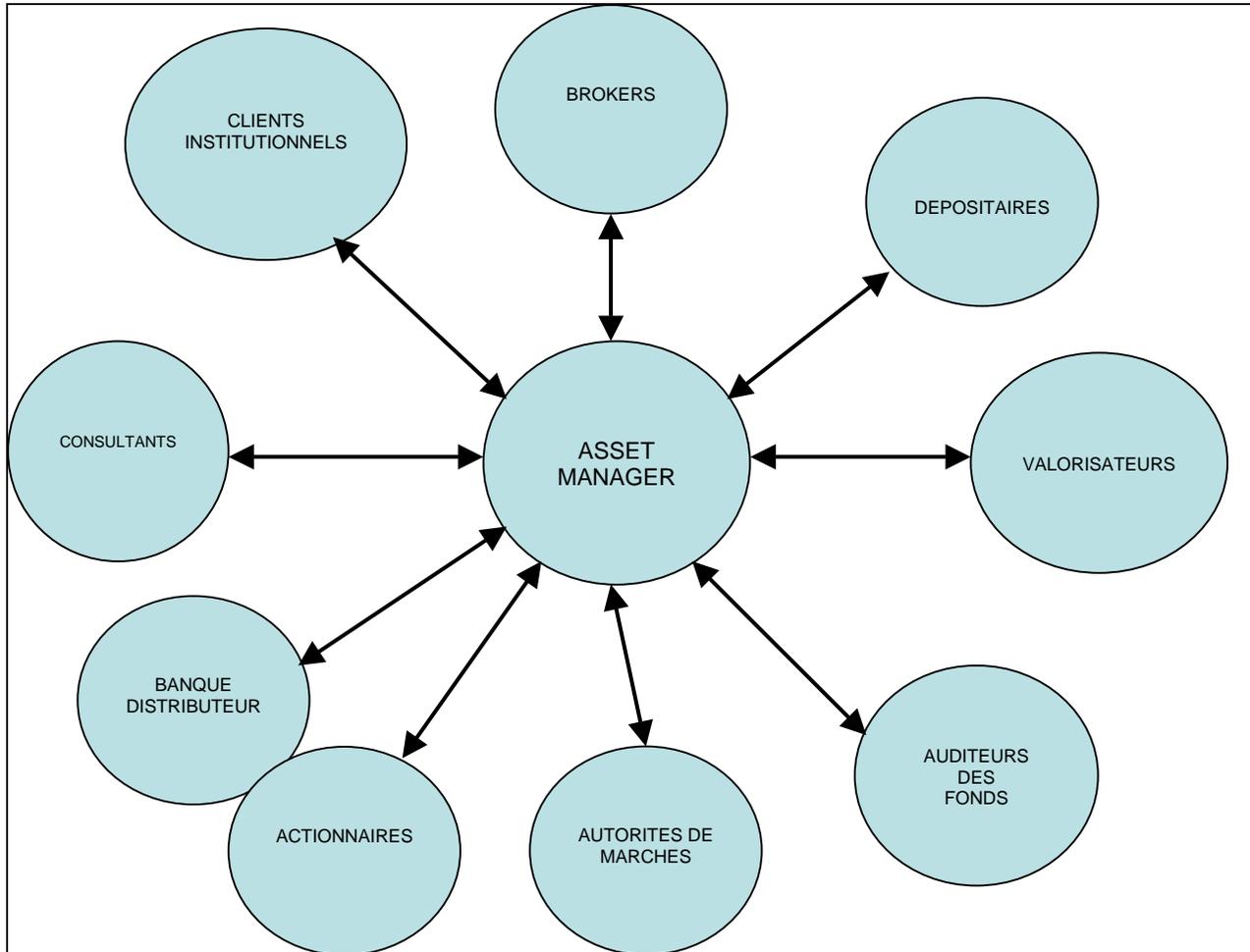
<sup>5</sup> La notion de benchmark sera largement développée plus loin.

Le Schéma 1 présente les différents acteurs présents dans l'univers de la gestion de portefeuille.

On y distingue, outre les clients et les actionnaires :

- Les Brokers, héritiers des Agents de Change, qui disposent du monopole des transactions sur les marchés financiers et achètent et vendent les titres pour le compte des sociétés d'*Asset Management* ;
- Les dépositaires. Ils détiennent les titres et les fonds appartenant aux clients et réalisent les opérations de transferts et de virement dès que les opérations ont été effectuées.
- Les valorisateurs. Il s'agit d'entreprises indépendantes dont le rôle est de déterminer périodiquement la valeur du portefeuille. Cette valorisation n'est pas effectuée par les sociétés de gestion d'actif elles-mêmes pour des raisons évidentes d'indépendance.
- Les auditeurs (commissaires aux comptes) des fonds, qui en certifient annuellement les comptes.
- Les autorités de marchés et de contrôle des sociétés d'*Asset Management* ; en France, il s'agit de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et du CECEI (Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements).
- Les consultants : Pour sélectionner les différentes sociétés d'*Asset Management* auxquelles les investisseurs institutionnels vont confier leurs fonds, ces derniers se font généralement aider par des consultants indépendants et effectuent des appels d'offres adressés aux principales sociétés de gestion d'actifs. Ces appels d'offres sont particulièrement élaborés et peuvent atteindre plusieurs centaines de pages. Les investisseurs institutionnels sélectionnent ainsi, de façon directe ou à partir des conseils des consultants, une ou plusieurs sociétés de gestion de portefeuille.

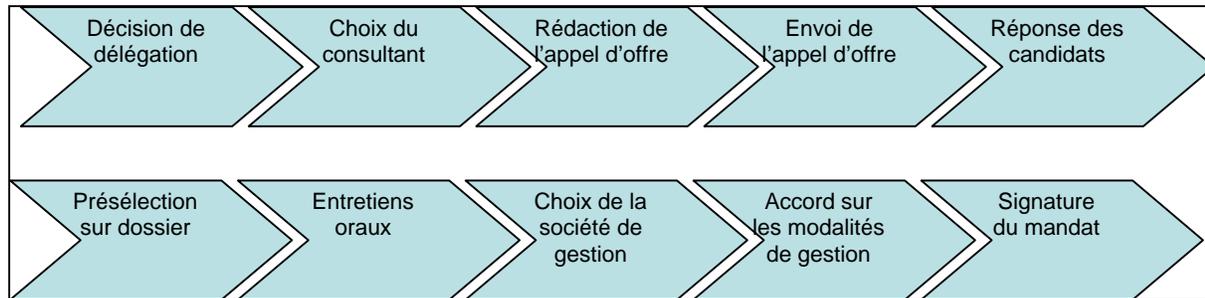
Schéma 1 : Les différents partenaires des sociétés de gestion d'actifs.



Compte tenu de l'importance des fonds gérés et des procédures manuelles et informatiques à mettre en place dans le cadre de cette gestion, la relation qui se noue entre l'investisseur institutionnel et la société de gestion est une relation de long terme, qui ne peut être rompue qu'au prix de coûts explicites et implicites non négligeables. Les remises en cause des contrats ainsi passés entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion ne sont donc possibles qu'au terme de délais longs, de l'ordre de plusieurs années. Cela explique en partie l'importance et la longueur du processus de choix des *Asset Managers* par les investisseurs institutionnels.

Le schéma 2 présente un processus classique de sélection des *Asset managers* par les investisseurs institutionnels.

Schéma 2 : processus de sélection des sociétés de gestion d'actif



Les sociétés de gestion gèrent généralement les fonds qui leur sont confiés sous la forme d'un « mandat », mais également, de plus en plus fréquemment, sous forme d'un fonds dédié. Ce fonds, qui en France, prend la forme d'une SICAV, est alors exclusivement réservé à l'institutionnel. Lui seul peut souscrire ou revendre des parts. Ce mode de gestion est plus sécurisant que le mandat car, de manière générale, le fonds bénéficie de mesures de protection plus importantes qu'un simple mandat. Pour définir le type de gestion qui sera appliquée, les institutionnels s'accordent avec le gérant sur un benchmark. Dans le monde de la gestion de portefeuille, le benchmark constitue l'indice auquel les gérants vont se référer pour décider de la stratégie d'investissement et mesurer leurs performances. Le benchmark peut également être constitué d'un composé de plusieurs indices. La définition du benchmark est stratégique, dans la mesure où une mauvaise définition peut amener la société de gestion à des choix d'allocations de ressources non optimales pour son client. En outre, le choix d'un bon benchmark est primordial car il peut permettre d'améliorer ou de diminuer artificiellement la performance affichée du gestionnaire. La performance de la gestion est mesurée en comparant la rentabilité du fonds à celle du benchmark. De façon générale, l'application par des professionnels d'une gestion active de portefeuille devrait aboutir à une rentabilité plus importante que celle du benchmark, également appelée surperformance. Dans le cas contraire, l'utilité des sociétés de gestion de portefeuille serait à remettre en cause.

Les sociétés de gestion de portefeuille établissent de manière régulière –généralement de façon mensuelle- des rapports de gestion détaillés aux investisseurs institutionnels. Ces rapports comparent la rentabilité du fonds à celle de son benchmark sur la période. Mais les rapports de

performance ne se contentent pas de cette simple comparaison. Ils présentent généralement des rapports d'attribution de performance.

Inspirée originellement par un gestionnaire de fonds américain, Gary Brinson, l'attribution de performance est une technique qui permet de décomposer la surperformance ou la sous-performance du fonds en différentes composantes censées l'expliquer. Elle est tout à fait assimilable à une technique de contrôle de la gestion du portefeuille. Elle sépare la surperformance (i.e. la différence entre la performance du fonds et la performance de son benchmark) en trois effets principaux : l'effet allocation, l'effet sélection et l'effet interaction. Cette séparation en différents effets d'un écart entre la performance espérée (celle du benchmark) et la performance réalisée (celle du portefeuille) n'est rien d'autre qu'une technique d'analyse des écarts, bien connue des contrôleurs de gestion. On retrouve donc bien la seconde partie de la définition du contrôle de gestion empruntée à Gervais (2005) et reprise en introduction : la vérification du niveau de la performance réalisée à partir d'analyse d'écarts d'objectifs et de performances.

L'effet d'allocation mesure la capacité du gestionnaire à choisir des poches d'activité plus rentables que celles du benchmark. L'effet de sélection permet de mesurer la capacité du gestionnaire à sélectionner, à l'intérieur même d'une poche, les titres dont la rentabilité est supérieure à celle de la moyenne de la poche. Il sert également à mesurer le stock-timing, c'est-à-dire l'habileté du gérant à choisir les bonnes dates pour acheter un titre. Une poche est un regroupement de titres en fonction d'une caractéristique déterminée, telle l'activité, la région d'origine de la société, ou tout autre caractéristique permettant un regroupement. Enfin, l'effet interaction mesure en quoi une bonne combinaison des deux précédents effets permet d'améliorer ou de minorer la surperformance ainsi obtenue. La technique de l'attribution de performance, initialement destinée aux portefeuilles investis en actions est aujourd'hui déclinée vers les portefeuilles investis dans d'autres types de titres, comme les portefeuilles obligataires (Gillet & Homolle (2006)). Elle permet donc à la fois au dirigeants de la société de gestion et aux clients de comprendre d'où vient la surperformance des fonds gérés et qui, de l'équipe d'allocation ou de celle de sélection, en est le responsable. Elle met donc en avant les points forts et les points faibles de la politique de gestion.

Cette technique d'attribution de performance, associée aux mesures plus classiques de la rentabilité et de la performance des fonds d'investissements constitue le principal outil de

reporting et de relation entre les gestionnaires d'actifs et leurs clients ; C'est également, en interne, le principal outil de contrôle des gestionnaires par leurs supérieurs hiérarchiques. Les *Asset Managers* font d'ailleurs, depuis le début des années 2000, de très lourds investissements dans le domaine de l'attribution de performance, en particulier dans l'installation et la mise au point d'outils d'attribution de performance ; de nombreux éditeurs de logiciels proposent des systèmes informatiques directement branchés sur les systèmes de *front-office* et capables d'industrialiser les rapports d'attribution de performance, considérés par les gérants à la fois comme des outils de reporting mais également de comme des outils de communication.

## 1.2. L'EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS

On pourrait penser a priori que l'articulation entre investisseurs institutionnels et *Asset Managers* fonctionne de manière optimale ; Les premiers, qui ont pour mission de collecter l'épargne, font appel aux seconds, dont le métier est l'optimisation des stratégies de gestion financière sur conseil de tiers, les consultants, et après un processus rigoureux d'appels d'offre. Le risque lié à ces investissements est contenu par le cadre réglementaire mis en place autour des sociétés d'*Asset Management*. La gestion est optimisée par l'intervention de ces professionnels qui doivent permettre de surperformer leur benchmark. La performance est contrôlée et l'attribution de performance permet d'expliquer de façon très régulière les origines de la performance, et, si nécessaire, de corriger les mauvaises décisions prises.

Néanmoins, ce système fonctionne dans le cadre particulier de l'efficacité des marchés financiers. L'efficacité des marchés financiers est une théorie déjà ancienne, mise en évidence par Fama en 1965 et constamment réactualisée depuis cette époque. La théorie des marchés financiers peut être résumée par l'affirmation suivante : « les marchés financiers sont efficaces si les prix des actifs de l'ensemble des prix des actifs qui y sont cotés intègrent, à l'instant où de nouvelles informations apparaissent sur le marché, les évolutions liées à ces informations ». Il résulte de cette définition et les conséquences suivantes :

- Les actifs financiers sont toujours évalués au prix juste, et qu'il n'existe donc ni sous-évaluation ni surévaluation sur la valeur d'un titre financier ;
- Personne n'est en mesure de prévoir l'évolution future d'un titre financier ;

- Aucun investisseur n'a, de manière durable, la possibilité d'obtenir durablement, pour un niveau de risque équivalent, une rentabilité supérieure à celle du marché.
- En moyenne, et pour un niveau de risque équivalent, aucun investisseur ne peut en moyenne faire mieux que la moyenne des autres.
- Aucun gestionnaire ne peut, de manière durable, battre le « marché », celui-ci étant généralement représenté par un indice de référence ou un composé d'indices de référence.

La théorie de l'efficience des marchés financiers, ainsi que ses tenants et aboutissants est résumée dans Gillet (2006). Les travaux les plus récents autour de cette notion tendent à la remettre en cause. En particulier, les travaux liés à la finance comportementale, parfaitement résumés par Broihanne et alii (2004) ou par Mangot (2005) montrent que le comportement des investisseurs est moins rationnel que la théorie le prétend. Ces comportements peu rationnels pourraient avoir des conséquences sur l'efficience. Néanmoins, de manière globale, les marchés financiers demeurent efficients, et certaines des conséquences de la théorie de l'efficience sont toujours vérifiées. Il s'agit par exemple de l'impossibilité pour les gérants de portefeuille de battre le marché de manière durable. Cette assertion est vérifiée périodiquement. Sur le plan purement empirique, il suffit d'observer les classements annuels de fonds par catégorie pour se rendre compte que les fonds situés en tête de classement ne sont jamais les mêmes. Des études statistiques plus élaborées montrent d'ailleurs qu'aucune corrélation de rang ne peut être établie dans ce cadre : le classement n'est jamais identique, et il n'existe aucune corrélation dans les rangs des différents fonds d'une année sur l'autre, du moins pour ce qui concerne les fonds bien classés.

Les performances des marchés pouvant être assimilées à celles de leurs indices, dans les sociétés d'*Asset Management*, les gestionnaires ne parviennent donc que rarement à battre leurs benchmarks. En effet, dans 80% des cas, le fonds a une performance inférieure à celle de son benchmark ; cela signifie donc que, dans 80% des cas, l'intervention de la société de gestion d'actif n'a non seulement eu aucun effet positif sur la gestion des fonds qui lui ont été confiés, mais, au contraire, qu'il aurait été plus profitable pour l'institutionnel de ne pas lui confier les fonds et de se contenter d'une gestion « passive » c'est-à-dire de reproduire mécaniquement la composition du benchmark, sans chercher à faire de paris d'aucune sorte.

Ces faits sont d'ailleurs corroborés par une littérature à la fois abondante et unanime. Grinblatt et Titman (1992) montrent ainsi que les fonds américains ne parviennent pas à battre le marché et que les détenteurs de ces fonds auraient mieux fait de privilégier une stratégie de gestion passive à un investissement à travers les fonds d'investissement ; Ippolito (1989) montre qu'en moyenne, les fonds d'investissement ont une rentabilité inférieure de 0,83% par rapport à celle du marché, et ce pour un risque équivalent. Carhart (1997) dans une étude très minutieuse à la fois en termes de méthodologie que sur l'échantillon et la période de temps choisis confirme l'ensemble de ces observations. En France, des études de mêmes nature et parvenant à des conclusions semblables ont également été menées, notamment par Albouy (1982) ou Raffournier (1988). Globalement, les conclusions de ces études sont les suivantes :

- Les fonds d'investissement ne parviennent, en moyenne, pas à battre leur benchmark.
- Cela n'empêche évidemment pas certains d'entre eux de battre leur indice de référence. Néanmoins, on ne remarque aucune persistance dans ce cas : celui qui bat le marché l'année N n'a pas plus de chance que les autres de le battre à nouveau l'année suivante.
- Néanmoins, une faible persistance peut être observée pour les fonds obligataires et dans le cas de sous-performance. Les fonds les moins performants ont une petite tendance à le rester.

On peut donc penser que seul le hasard peut expliquer le fait que, dans certains cas, certains gérants battent leurs benchmarks. L'existence de frais de gestion et des coûts de transaction<sup>6</sup> joue un rôle certain dans la sous-performance globale des fonds d'investissement : dans les cas pour lesquels les fonds parviennent, avant comptabilisation des frais de gestion, à faire mieux que leurs benchmarks, la prise en compte des frais de gestion d'une part (montant prélevé par les gestionnaires pour rémunérer leur activité) et des coûts de transaction d'autre part (coûts liés aux commissions achats et ventes de titre) va peser suffisamment sur les rentabilités des fonds et les amener à surperformer.

---

<sup>6</sup> : L'existence de coûts de transaction et leur prise en compte dans le calcul des performances des fonds d'investissement introduit un biais dans la comparaison avec les performances du benchmark : les benchmarks ne subissent en effet aucun coût de transaction, alors qu'un fonds, même géré de manière passive, doit au moins subir un coût pour l'achat initial des titres et un coût lors de leur revente ; la réplique exacte de la performance d'un benchmark à partir d'une gestion passive est donc, dans la pratique, impossible.

A partir de ces observations, on peut donc séparer les fonds d'investissement en trois familles distinctes et regroupant environ chacune le tiers d'entre elles :

- La première famille regroupe les fonds qui surperforment leurs benchmark, que l'on prenne ou non en compte les frais de gestion et les coûts de transaction<sup>7</sup>.
- La deuxième famille regroupe les fonds qui surperforment leurs benchmarks en rentabilité brute (avant frais de gestion et coûts de transaction), mais les sous-performent dès lors que l'on tient compte des frais de gestion et des coûts de transaction.
- La troisième famille regroupe les fonds qui sous-performent leurs benchmarks à la fois en termes bruts et nets, c'est-à-dire que l'on prenne ou non en compte les frais de gestion et les coûts de transaction.

Comme cela ressort des travaux cités ci-dessus, et en particulier de ceux de Carhart (1997), il n'y a aucune stabilité dans les familles, les fonds passant alternativement de la première à la deuxième et à la troisième. Seuls, dans certains cas, des fonds sous-performants ont tendance à le rester (persistance de la sous-performance démontrée par Carhart, particulièrement sur les fonds obligataires).

En outre, des études internes propres aux sociétés de gestion et aux entreprises spécialisées dans l'analyse de performance montrent que les effets d'attribution de performance sont totalement indépendants les uns des autres et suivent une marche au hasard. Ces effets ne sont pas corrélés entre eux dans le temps et un effet négatif à une période donnée n'est pas particulièrement suivi par un effet positif lors des périodes suivantes (ce qui permettrait d'affirmer que les défauts de la gestion ont été corrigés) ou, au contraire, qu'il existe une persistance dans l'un ou l'autre effet.

Le mode de fonctionnement de l'industrie de la gestion d'actifs pose donc un certain nombre de questions :

- La première a trait à la délégation, quasi-systématique de la gestion des investisseurs institutionnels vers les sociétés de gestion de portefeuille : puisque les marchés sont efficients et que l'intervention des sociétés de gestion de portefeuille ne permet pas de battre le benchmark qui leur est assigné, on peut légitimement se demander pourquoi

---

<sup>7</sup> On peut en déduire que seuls les fonds appartenant à la première famille dégagent une rentabilité suffisante pour absorber les frais de gestion et, par conséquent sont économiquement justifiables. Rappelons cependant qu'il n'y a pas de stabilité et que les fonds de la première famille peuvent, l'année suivante, se retrouver dans la deuxième ou dans la troisième famille.

- les investisseurs institutionnels ne gèrent pas directement leurs actifs à partir d'une gestion passive et ainsi avoir la certitude d'une rentabilité égale à celle du benchmark.
- La seconde a trait à la rémunération des sociétés de gestion par les institutionnels. Comment les sociétés de gestion peuvent-elles justifier leur rémunération (qui est en moyenne de 0,35% des fonds gérés par an) alors que, dans la plupart des cas, elles ne parviennent pas à battre le benchmark des fonds. Leur intervention est donc non seulement inutile, mais même en moyenne néfaste à la performance des fonds.
  - La troisième a trait à l'intervention des consultants. Ces derniers sont censés choisir pour le compte des investisseurs institutionnels les sociétés de gestion les plus performantes. Or, en moyenne, aucune société de gestion n'est capable de battre le marché. En outre, aucune société de gestion n'a, en moyenne, de performances supérieures aux autres. L'intervention des consultants est donc inutile.
  - La quatrième tient à l'existence de l'attribution de performance. A quoi sert la mise en place et le maintien de systèmes de contrôle de gestion aussi complexes et aussi coûteux alors que les effets qui sont mis en évidence sont décorrélés et ne permettent pas d'améliorer les performances des fonds ?

On se trouve donc dans un univers dans lequel des frais importants sont engagés (la rémunération des consultants et des sociétés de gestion), des procédures complexes sont mises en œuvre (procédure de sélection des sociétés de gestion, procédures de contrôle à travers l'attribution de performance) dans un but dont on sait à l'avance qu'il ne sera pas atteint.

Nous allons donc, dans cette seconde partie, essayer d'expliquer pourquoi les investisseurs institutionnels continuent à passer par l'intermédiaire des sociétés d'*Asset Management* pour faire fructifier leurs avoirs sur les marchés financiers plutôt que de réaliser directement leurs placements en réalisant une gestion passive, théoriquement plus profitable.

## **2. JUSTIFICATION DE L'EXISTENCE DES SOCIÉTÉS D'ASSET MANAGEMENT**

### **2.1. LA LEGITIMITÉ**

C'est essentiellement dans la théorie des sciences de gestion, plus particulièrement en contrôle de gestion et en finance que se situent la plupart des réponses à ces questions.

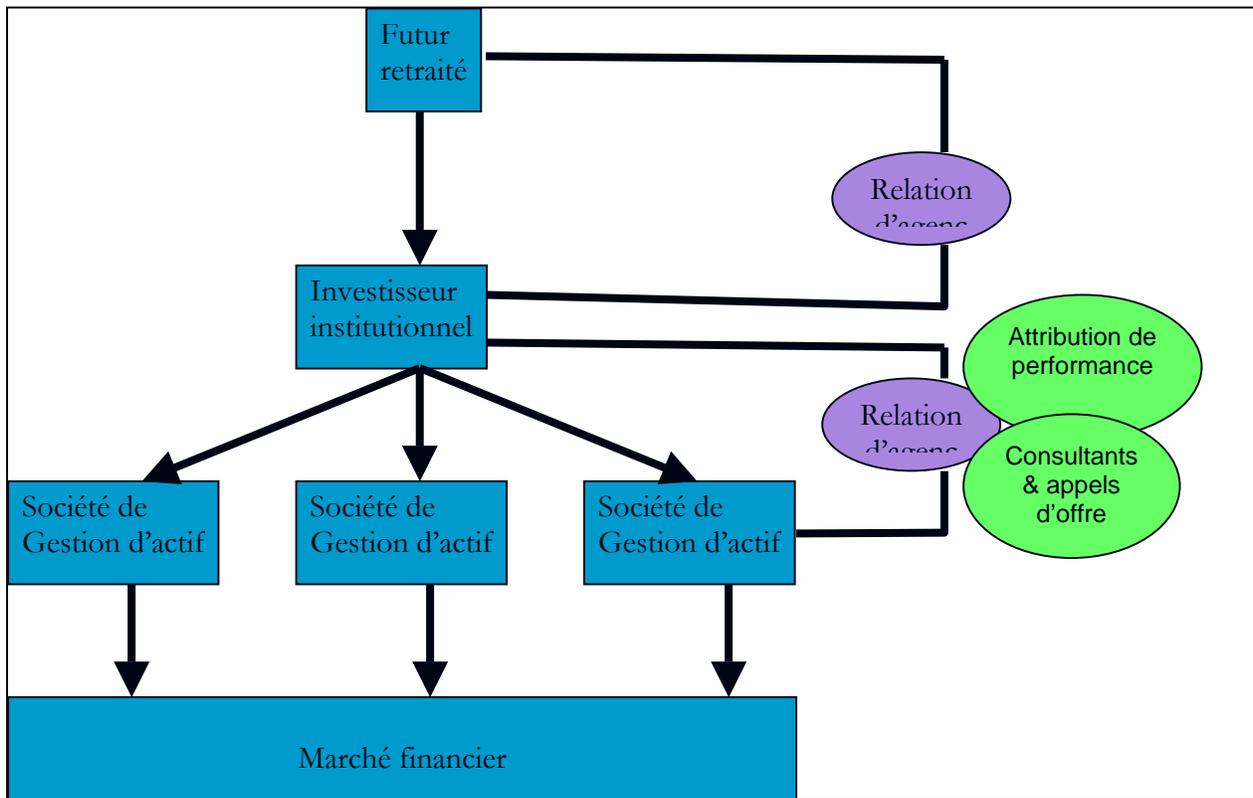
La théorie de l'agence (plus précisément théorie du mandat) que l'on doit à Jensen et Meckling (1976) peut être utilisée pour tenter d'expliquer le fonctionnement de cette industrie. Pour Jensen

et Meckling, il y a relation d'agence (ou relation de mandat) dès lors qu'il y a délégation d'une tâche d'un individu ou d'un groupe d'individu vers un autre individu ou un autre groupe. Généralement, on utilise la grille d'explication de la théorie du mandat pour analyser la relation actionnaires-dirigeants. Cependant, cette relation de mandat existe également entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion d'actifs. Le mandant, l'investisseur institutionnel, donne mandat au mandataire, la société de gestion d'actif de gérer en son nom les sommes qui lui sont confiées.

On peut même évoquer l'existence d'une double relation de mandat, avec l'existence d'un « mandant initial », le futur retraité par exemple qui donne mandat au mandant, l'investisseur institutionnel (dans notre exemple la caisse de retraite) de gérer au mieux ses actifs de retraites. Le « mandant intermédiaire », ( l'investisseur institutionnel) donne lui-même à un ou plusieurs mandataires, les sociétés de gestion d'actif, mandat de gérer sur les marchés financiers une partie de l'actif qu'ils ont ainsi collecté auprès des mandants initiaux.

Le schéma 3 résume le phénomène :

Schéma 3 : la double relation d'agence



Jensen et Meckling prévoient que la relation de mandat est coûteuse pour le mandant : elle comporte trois types de coûts : les coûts de surveillance (les mandants doivent surveiller que le mandataire agisse au mieux de ses intérêts), les coûts de dédouanement (le mandataire doit prouver au mandant qu'il agit au mieux de ses intérêts) et des coûts résiduels. Le cadre d'analyse proposé par Jensen et Meckling s'adapte parfaitement au cas des sociétés d'*Asset Management*. En reprenant cette analyse, on comprend que, du fait de l'existence des coûts d'agence, les performances apportées par la gestion active à travers les fonds d'investissement ne peuvent qu'être inférieure à un investissement direct dans le benchmark. Cependant, c'est essentiellement dans le phénomène de dédouanement et dans les coûts qui y sont associés que l'on peut trouver une réponse aux questions posées au-dessus : le mandataire doit se justifier par rapport au mandant, tant par rapport au contenu de ses actions que pour justifier ses différents honoraires.

Ce processus de dédouanement est d'autant plus lourd et important que, dans un cadre de marchés efficients, les gérants font quasi-systématiquement moins bien que leurs benchmarks. On comprend mieux l'importance du reporting et des méthodologies d'attribution de performance : elles servent essentiellement à faire comprendre au client pourquoi la rentabilité du fonds est inférieure à celle benchmark, et, surtout, que ce phénomène est normal. Rien ne peut être reproché au gérant qui a mis tout en œuvre pour respecter ses engagements et tous les paris et décisions qu'il a prises sont légitimes et peuvent être justifiés. L'attribution de performance permet de montrer que l'obligation de moyens a bien été mise en œuvre par le gestionnaire même si les résultats n'ont pas été à la mesure de ces moyens. D'où, d'ailleurs, l'hypothèse suivante : plus les résultats d'une action sont peu efficaces, plus les moyens servant à la justifier doivent être importants. Feldman et March (1998), à propos de l'information comptable, expliquent que les plans formels, les arbres de décision, les arbres de décisions ou les prévisions économétriques aident à expliquer et à justifier ex-post toutes les décisions de management. Nous nous trouvons évidemment dans ce type de configuration.

La notion de dédouanement, proposée par Jensen et Meckling est à rapprocher dans ce cas précis de la notion de légitimité. On retrouve ainsi le besoin de légitimité des institutions replacées au cœur de leur environnement, cher à Meyer et Rowan (1977). Face aux faibles performances des fonds et à leurs honoraires, les gestionnaires de portefeuille sont en quête de légitimité. Ils ont besoin de prouver à leurs clients l'utilité de leur existence et de leur intermédiation entre ces

derniers, et le marché. Or cette légitimité ne pouvant être acquise par les performances qu'ils produisent elle sera acquise à travers l'extrême technicité des méthodes et des processus employés. Les *Asset Managers* vont ainsi montrer leur parfaite connaissance des marchés et la maîtrise des mécanismes de fixation de prix. Peu importe que ces techniques soient profitables ou non. Burlaud et Lauffer (1997) prétendent que « Les techniques de gestion peuvent par elles-mêmes constituer des sources de légitimité, légitimation par les méthodes dans la mesure où elles font partie du stock de méthodes auxquelles les organisations peuvent faire appel pour légitimer leur action » Une partie de cette légitimité peut leur être apportée par l'utilisation de techniques de gestion et de reporting partagées par l'industrie, corroborées par les consultants et qui présentent un double intérêt :

- L'utilisation, par les sociétés de gestion, d'outils de gestion sophistiqués et partagés par l'ensemble de l'industrie justifie le choix des investisseurs institutionnels. En cas de très mauvaises performances, les institutionnels pourront tout à fait justifier leurs choix par rapport à leurs propres clients ou à leurs actionnaires : ils ont choisi une société de gestion dont les techniques de gestion sont performantes et à la pointe de l'industrie ;
- Les sociétés de gestion elles-mêmes, en utilisant des techniques de gestion et de reporting communément partagés et acceptés par toute l'industrie se présentent comme des entreprises intégrées et susceptibles de répondre aux exigences des consultants ;
- Pour Carruthers (1995), « les éléments rationnels (dans une organisation ou une procédure) confèrent de la légitimité à l'organisation ». Dans le même article, il prétend que l'existence de « procédures rationnelles crée l'image de choix rationnels mieux que la réalité » ;

L'univers de la gestion de portefeuille dans un cadre d'efficience des marchés financiers correspond tout à fait à cette analyse : les performances obtenues par les gestionnaires de portefeuilles sont essentiellement dues au hasard ; néanmoins, cette situation ne permet pas de légitimer leur existence ni leurs honoraires par rapport à leurs mandants. Ils utilisent donc des outils de gestion et de reporting sophistiqués et extrêmement techniques qui servent à expliquer le hasard des performances, mais surtout à justifier leur propre utilité.

La notion de dédouanement est également à notre sens, l'une des raisons de la délégation assez systématique de la gestion de la part des investisseurs institutionnels vers les *asset managers*. Les investisseurs institutionnels ont en effet le choix entre deux possibilités : assurer eux-mêmes la gestion des fonds qui leur sont confiés ou sous-traiter cette gestion à des tiers, en l'occurrence à des sociétés d'*asset management*. Le choix entre l'internalisation d'une tâche ou sa sous-traitance est un problème de gestion assez classique.

Capet (1997) voit deux raisons au choix de l'externalisation par rapport à l'internalisation : « l'impartition permet de réduire la capacité installée, de la complexité de l'entreprise et par là même d'abaisser les coûts fixes et le montant des investissements. D'autre part, la fabrication d'un élément relève d'un savoir-faire différent de celui du métier principal de la firme donneuse d'ordre ». A ces deux critères classiques du choix internalisation-externalisation, on doit cependant en rajouter deux autres : celui du coût et celui lié au dédouanement. L'argument du coût, et en particulier du coût de la main d'œuvre est un argument extrêmement discuté, en particulier dans les milieux politiques et économiques, puisqu'il donne souvent lieu à des délocalisations. Dans le domaine financier, en particulier du fait de l'extrême internationalisation de l'industrie, cet argument n'est pas primordial. Le salaire d'un gérant de portefeuille est à peu près identique selon les pays, l'externalisation ou l'internalisation de la fonction de gestion pour les investisseurs institutionnels n'est pas de nature à générer des coûts ou des économies très importantes. Restent les trois autres critères : le fait de ne pas vouloir s'investir dans un métier qui n'est pas le leur, de limiter la complexité organisationnelle et, surtout, le dédouanement. Ce dernier critère semble l'un des plus explicatif. En effet, en privilégiant largement le recours aux *Asset Managers*, sous le couvert du choix de ceux-ci par des consultants, les investisseurs institutionnels montrent à leurs propres clients, associés ou sociétaires, qu'ils s'en remettent à des spécialistes de la gestion pour maximiser leur patrimoine.

Il n'existe pas, à notre connaissance, de recherche spécifique sur les motifs poussant à l'internalisation ou à l'externalisation de la gestion par les investisseurs institutionnels. La seule observation de l'industrie laisse voir que la gestion est déléguée à des *Asset Managers* plus de 80% et que les rares entreprises qui internalisent tout ou partie de la gestion mettent en avant leur prise de responsabilité et leur maîtrise du métier. Il n'existe pas non plus de comparaison de

performances réalisées par des gestions de portefeuille réalisée en interne par des investisseurs institutionnels par rapport à des gestions de portefeuille réalisées en externe.

Une troisième grille d'analyse susceptible d'être utilisée pour comprendre les modes d'actions du monde de l'investissement reste bien évidemment la théorie de l'isomorphisme des organisations de Powell et DiMaggio. Pour ces deux auteurs, les entreprises d'un même secteur d'activité ont tendance à adopter les mêmes structures organisationnelles et les mêmes techniques de gestion. Ce phénomène a de multiples causes. On peut penser aux salariés qui, dans les secteurs concurrentiels, changent souvent d'entreprise et apportent avec eux les techniques et les méthodes apprises chez leur précédent employeur ; on pourra également évoquer les écoles et universités de gestion dont sont issus les cadres et qui enseignent des techniques de management équivalentes.

Powell et DiMaggio définissent l'isomorphisme organisationnel (ou congruence organisationnelle) comme la tendance que peuvent avoir les entreprises à adopter des organisations, des procédures, des techniques de gestion et/ou de production similaires les unes aux autres. La notion d'isomorphisme n'est pas forcément liée à celle de productivité : on pourrait comprendre qu'une industrie entière converge vers une technique ou une organisation s'il est avéré que celle-ci améliore la productivité ou permette de réaliser des économies. Ce n'est pas le cas ici et l'isomorphisme dont il s'agit n'est que le produit d'un phénomène d'osmose, il n'est pas lié à des gains de production ou à des économies.

Powell et DiMaggio proposent trois types d'isomorphisme, l'isomorphisme coercitif, l'isomorphisme imitatif et l'isomorphisme normatif. L'isomorphisme est coercitif lorsque la convergence des méthodes et des procédures est imposée par des organismes de régulation et/ou de réglementation. L'isomorphisme est imitatif lorsque les organisations font fréquemment appel aux pratiques d'un groupe de référence qui constituent pour eux un exemple. Enfin, l'isomorphisme est normatif lorsque le personnel de la firme appartient à une profession reconnue comme possédant une connaissance et un savoir particulier et qui sont en mesure de définir précisément les termes et les conditions de leur travail.

Dans le cas de l'industrie de l'*Asset Management*, on retrouve aisément les trois types d'isomorphisme. L'isomorphisme est coercitif dans la mesure où un certain nombre d'autorités régulatrices imposent des normes strictes de contrôle de gestion qui, implicitement, obligent les sociétés de gestion à utiliser des méthodes de travail communes (telles que la SEC ou l'AMF).

Les sociétés de gestion sont régulièrement auditées et ces audits débouchent sur des incitations fortes de réorganisation et de mise en place de cellules de contrôle, en particulier de contrôle de risque. Les dysfonctionnements éventuels peuvent déboucher sur des amendes, voire sur des interdictions provisoires d'exercer leur activité. A coté de ces autorités explicites ayant un réel pouvoir de d'obligation, il existe des autorités implicites comme les sociétés de notation. Les sociétés de notation (rating) sont des entreprises qui réalisent, à leur demande, des audits périodiques des sociétés de gestion de portefeuille et leur attribuent une note. Cette note représente le degré de professionnalisme de ces entreprises et, en particulier leur maîtrise des risques. Les clients des sociétés de gestion sont de plus en plus sensibles aux notes attribués lors des choix de leurs fournisseurs. Du fait d'un schéma de contrôle très procédural, ces agences de notation incitent les sociétés de gestion à une certaine uniformité d'organisation, de techniques et ou de reporting.

L'isomorphisme imitatif est amené par le turn-over important des salariés entre les différentes sociétés de gestion. Rares sont en effet les salariés qui effectuent la totalité de leur carrière dans la même firme. De façon générale, les salariés de ce secteur effectuent leurs carrières dans 5 à 6 sociétés de gestion différentes. Le turn-over est d'ailleurs particulièrement important pour les salariés ayant un poste stratégique ou pour ceux qui sont directement intégrés au processus de gestion, et en particulier pour les gérants de portefeuilles. Les gérants de portefeuille ayant les meilleures performances font l'objet de sollicitations incessantes de la part de chasseurs de tête ou directement de leurs concurrents. Les sociétés de gestion ayant des processus non industriels simples à modifier, les structures organisationnelles les plus performantes sont disséminées par les salariés –et en particulier par les gérants- d'une entreprise à l'autre, en fonction de leurs postes successifs. L'adaptation d'une nouvelle structure organisationnelle est rapide et peu coûteuse pour la firme qui la met en place, ces structures varient souvent en fonction des modes et des performances de celles-ci.

L'isomorphisme normatif est amené, dans le même esprit que l'isomorphisme coercitif, par la particularité du métier de gestionnaire de portefeuille et par le nombre et l'importance d'associations professionnelles censées déterminer des « bonnes pratiques » de la profession. La technicité –ou pseudo-technicité- de la profession de gérant ainsi que les risques potentiels de pertes considérables des fonds engagés amènent en effet l'apparition de normes édictés par des associations, des consultants, des revues etc.. Ainsi, l'industrie de l'*Asset Management* est l'une

des seules industries qui disposent de journaux à la fois académiques et professionnels comme le *Journal of Portfolio Management* ou le *Journal of Performance Measurement* proposant des techniques de gestion exposées par des universitaires et des consultants, donc acquérant en quelque sorte, la double légitimité de l'université et des prescripteurs. Par leurs audits calqués sur les pratiques des premières entreprises ou des entreprises les plus importantes du marché, les organismes de contrôle comme la SEC, les principaux consultants ou les entreprises de notation, telle « Fitch Ratings »<sup>8</sup>, contribuent à normaliser et à uniformiser les procédures et les techniques de légitimation.

Dédouanement et légitimité d'une part, isomorphisme des organisations d'autre part permettent donc d'expliquer à la fois l'existence de l'industrie de l'*Asset Management* dans un cadre de marchés efficients et l'utilisation des techniques d'attribution de performance dans cette industrie.

## **2.2. LE ROLE SOCIETAL DE L'INDUSTRIE DE L'ASSET MANAGEMENT**

Ce tableau un peu pessimiste de l'industrie de l'*Asset Management* peut toutefois être facilement rehaussé si l'on envisage son rôle global sur les marchés financiers. Pris dans sa globalité, le rôle de l'industrie de l'*Asset Management* ne se limite pas à la simple gestion de portefeuille. Si l'on reconsidère les deux types d'investisseurs sur les marchés de capitaux, on peut résumer leurs caractéristiques sous les formes suivantes :

Les gestionnaires actifs ont pour objectif de battre leur benchmark en faisant des paris sur certaines valeurs. Ils sous-pondèrent les valeurs présentes dans le benchmark dont ils pensent que la rentabilité va être inférieure à la rentabilité moyenne du benchmark et surpondèrent les valeurs dont ils pensent qu'elles vont surperformer le benchmark. Cependant, pour déterminer les paris à réaliser, ces derniers doivent analyser le potentiel de chaque valeur et déterminer sa valeur optimale d'échange. La mise en place de ces paris implique des analyses assez lourdes tendant à déterminer la valeur des titres appartenant à l'univers d'investissement des fonds et qui ont pour objet de transformer en prix l'ensemble des informations disponibles les concernant. Les analystes financiers vont donc chercher à vérifier s'il existe un écart entre la valeur fondamentale

---

<sup>8</sup> : Fitch Ratings est une agence de notation des sociétés de gestion de portefeuille. Elle attribue, sur leur demande, une note aux sociétés de gestion de portefeuille. Les agences peuvent ensuite se prévaloir de cette note auprès de leurs clients, notamment dans le cadre de réponse aux appels d'offre. Une note élevée accroît évidemment les chances d'obtenir le marché.

qu'ils ont déterminé et les prix du marché. Ce faisant, les analystes vont de façon permanente réévaluer la totalité des titres cotés ; de leur côté, les gestionnaires actifs vont, en agissant sur les écarts constatés entre la valeur ainsi déterminée et le prix affiché par le marché ramener le prix vers sa valeur théorique. Le couple analyste financier / gestionnaire actif va, par son activité incessante ramener les prix des actifs vers leur valeur théorique et ainsi favoriser l'efficacité. Mieux que cela, c'est parce que le marché est essentiellement constitué de gestionnaires actifs basant leurs décisions sur des analyses financières périodiques qu'il est efficace.

Contrairement à la gestion active, la gestion passive consiste à constituer un portefeuille répliquant très exactement son indice de référence sans chercher à optimiser sa rentabilité en effectuant des paris sur certaines valeurs. Les gestionnaires passifs vont au contraire limiter toute forme de transactions en se contentant de répliquer exactement le benchmark, gérant uniquement les entrées et sorties de fonds, ainsi que les réaménagements de benchmark devant être répercutés instantanément dans le portefeuille.

Ce faisant, ils s'assurent une rentabilité légèrement mais strictement inférieure à celle du benchmark, dans la mesure où :

- La rentabilité du benchmark n'est affectée d'aucun coût de transaction, contrairement au fonds qui doit au moins acheter les titres en début de période, les revendre en fin de période, et, s'il y a lieu, répercuter les aménagements du benchmark et gérer les entrées et sorties de fonds.
- Les fonds passifs disposent d'un petit volant de trésorerie non ou peu rémunérée. Cette trésorerie est utilisée pour gérer les entrées et sorties de fonds, payer les frais de gestion etc. dans l'hypothèse où les marchés sont haussiers, l'existence de cette trésorerie, moins bien rémunérée que le benchmark, pénalise globalement le fonds.
- Les benchmarks ne supportent évidemment aucun frais de gestion, ce qui n'est pas le cas des fonds. Même si les frais de gestion des fonds passifs sont bien inférieurs à ceux des fonds actifs<sup>9</sup>, ils grèvent la rentabilité globale du fonds par rapport à celle du benchmark.

Si l'on suit les implications de la théorie de l'efficacité des marchés financiers, les performances d'une gestion passive seront, en moyenne, toujours supérieures à celles de la gestion active. Les

---

<sup>9</sup> D'un facteur d'un à quatre environ.

observations empiriques et la théorie financière qui en découlent nous indique donc la hiérarchie théorique suivante de performances moyennes :

Schéma 4 : La hiérarchie théorique des performances entre les fonds actifs les fonds passifs et leurs benchmarks.



On retrouve bien dans le schéma 4 l'intérêt qui peut exister, pour un investisseur institutionnel, à privilégier les fonds passifs aux fonds actifs.

Cependant, si les gestionnaires actifs améliorent l'efficacité des marchés, les gestionnaires passifs ne font qu'en profiter. Autrement dit, les tenants de la gestion passive se comportent sur les marchés comme des passagers clandestins. Ils utilisent implicitement les analyses faites par d'autres afin de déterminer le vrai prix des titres et en évitent le coût. Il est donc logique qu'en moyenne leur rentabilité soit supérieure.

Cet argument est à compléter par les travaux de Leland et Pyle (1977) lesquels expliquent l'intermédiation financière par l'existence d'asymétries informationnelles sur le marché des capitaux. Selon ces auteurs, seuls les intermédiaires financiers seraient aptes à résoudre les problèmes inhérents aux asymétries informationnelles des marchés financiers. Dotés d'une meilleure information que le reste du marché grâce à la durabilité de la relation client, ces intermédiaires seraient à même de diversifier leur portefeuille et ainsi réduire le risque global. L'émergence de l'intermédiation résulte donc des économies de coûts de transaction et d'information liés à la surveillance de la qualité des projets (D.W. Diamond, 1984)

Si, sur un marché efficace, les gestionnaires passifs ont des performances au moins égales à celles des gestionnaires actifs, les gestionnaires actifs sont tout de même indispensables pour valoriser convenablement les titres cotés. En l'absence de gestion active et de son cortège d'analystes et de recommandations, les prix des titres pourraient durablement s'écarter de leurs valeurs fondamentales et limiter ainsi l'efficacité des marchés.

## CONCLUSION

Dans cet article, l'existence d'une certaine catégorie d'entreprise, les sociétés de gestion d'actifs, et de leurs principaux outils de contrôle de gestion ont été étudiés. En effet, l'utilité de ces firmes peut être remise en cause, car elles n'atteignent pas les objectifs qui leur sont assignés, en l'occurrence obtenir des performances meilleurs que celles de leurs benchmarks. Elles s'entourent à cet effet d'outils de contrôle de gestion internes et externes, dont l'utilité managériale est réduite, mais qui servent à les dédouaner dans un cadre complexe de relations d'agences multiples. Le langage technique de la profession et les outils coûteux de reporting qu'elles utilisent, notamment les outils d'attribution de performance n'ont pour objet que de convaincre leurs clients de leur compétence et de la technicité de leur métier. Leur crédibilité est également accrue par l'isomorphisme organisationnel important de la profession ;

Néanmoins, l'utilité des sociétés de gestion de portefeuille est ailleurs. En réalité, leur rôle est plus sociétal que financier. Si elles n'apportent pas réellement de valeur ajoutée à leurs clients en termes de surperformance financière par rapport à leur benchmark, leur rôle d'animation du marché financier et d'accroissement de son efficacité constitue une activité invisible, mais nécessaire. Il est cependant curieux que le coût de cette fonction ne soit supporté que par certains types d'investisseurs, essentiellement les investisseurs institutionnels (et indirectement par leur mandants) qui font appels aux gestionnaires actifs. Les tenants de la gestion passive, logiquement plus rémunératrice, font alors office de passagers clandestins, mais à la lumière de la théorie financière, ils apparaissent comme les investisseurs les plus rationnels.

## RÉFÉRENCES

- Albouy (1982) : « Stabilité du classement des SICAV diversifiées de 1974 à 1980 » *Analyse financière*, 3<sup>o</sup> trimestre 1982.
- Bouquin H. (2004) : *Le contrôle de gestion : Contrôle de gestion, contrôle d'entreprise et gouvernance* PUF, Paris.
- Brinson G. & Fachler, N. (1985) : "Measuring non US Equity Portfolio Performance" *The Journal of Portfolio Management* - Spring
- Brinson, G., Hood, L.. & Beebower G. (1986) : « Determinants of Portfolio Performance » *Financial Analyst Journal*, July-August
- Broihanne, M.-H., Merli, M. & Roger, P., (2004) : *Finance comportementale Economica*, Paris
- Burlaud & Lauffer (1997) : « Légitimité » in *Encyclopédie de gestion*, 2<sup>o</sup> Ed., (Y. Simon et P. Joffre, ed.), Economica, Paris.
- Capet, M. (1997) « La sous-traitance » in *Encyclopédie de gestion*, 2<sup>o</sup> Ed., (Y. Simon et P. Joffre, ed.), Economica, Paris.

- Carhart (1997) : “On Persistence in Mutual Funds Performance” *Journal of Finance*, May, pp 92-119
- Carruthers (1995): “Accounting, Ambiguity and the New Institutionalism” *Accounting, Organization and Society* vol. 20, n°4, pp.313-328
- Gillet (2006) : *l’efficience des marchés financiers* (2° Ed.), Economica, Paris
- Gervais (2005) : *Contrôle de gestion*, 8° ed., Economica, Paris
- Grinblatt et Titman (1992) : “The Persistence of Mutual Funds Performance” *Journal Of finance* n°5, pp. 1977-1984.
- Ippolito (1989) : “Efficiency with Costly Information : A Study of Mutual Funds Performance” 1965-84 *Quarterly Journal of Economics* 104, pp.1-23.
- Jensen et Meckling (1976) : “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4 pp. 305-360.
- Leland & Pyle (1977) : “Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation” *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371-387.
- Mangot (2005) : *Psychologie de l’investisseur et des marchés financiers* Dunod, Paris.
- Meyer J.W. & Rowan B. (1977): Institutionalized Organizations: Formal Structure, Myths and Ceremony, *American Journal of Sociology* vol. 83, n°2, pp.340-363
- O’Barr W. & Conley John M. (1992) - Managing Relationships the Culture of Institutional Investiong. *Financial Analyst Journal*, Sept.-Oct. pp. 21-27
- Powell, W.W. & DiMaggio, P. J. (1983) “The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality In organizational Fields”, *American Sociological Journal* vol 48, April, pp. 147-160
- Powell, W.W. & DiMaggio, P. J. (1991) *The new institutionalism in Organizational Analysis* Chicago University Of Chicago Press.
- Raffournier (1988) : Mesure, stabilité et déterminants de la performance des sicav-actions diversifiées : une étude empirique 1982-1986, *Journal de la Société Statistique de Paris* n°3, tome 130, 1989, pp.133-148.