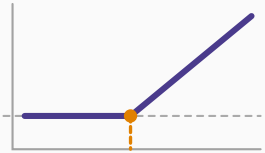
Marchés et produits financiers

Chapitre 3 : La gestion collective d'actifs



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 29 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

La gestion collective

Négociation abusive

Fonds classiques, spéculatifs

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Après la banque et l'assurance, voici le troisième grand intermédiaire : le **gestionnaire d'actifs**, qui investit pour le compte de tiers. On y distingue fonds ouverts, fonds fermés et **ETF**, on définit la **valeur liquidative**, on examine les pratiques de négociation abusives que le secteur a connues, et l'on compare enfin fonds classiques et **fonds spéculatifs**.

La gestion collective

Fonds ouverts, fonds fermés, ETF

Le fonds ouvert

Un **fonds ouvert** (*open-end*) crée et rachète ses parts à la demande. Le nombre de parts varie donc au gré des souscriptions et des rachats, et les transactions se font une fois par jour, au prix calculé après la clôture.

Le fonds fermé

Un **fonds fermé** (*closed-end*) émet un nombre **fixe** de parts, ensuite échangées entre investisseurs sur un marché secondaire. Son cours peut donc s'écarter de la valeur de son portefeuille, avec une **décote** ou une **surcote** parfois durable.

Le fonds indiciel coté (ETF)

Un **ETF** se négocie en continu en bourse comme une action, tout en disposant d'un mécanisme de **création et rachat de parts** par des participants autorisés. Cet arbitrage maintient le cours très proche de la valeur du portefeuille, combinant la liquidité intrajournalière du fonds fermé et l'ancrage à la valeur liquidative du fonds ouvert.

La valeur liquidative

Valeur liquidative

La **valeur liquidative** (*net asset value*) est la valeur du portefeuille diminuée des dettes, rapportée au nombre de parts :

$$\text{VL} = \frac{\text{actifs} - \text{passifs}}{\text{nombre de parts}}.$$

Pour un fonds ouvert, elle est calculée une fois par jour après la clôture et constitue **le** prix auquel s'effectuent souscriptions et rachats.

Ce qui distingue les trois véhicules

Le fonds **ouvert** se traite toujours à la valeur liquidative, mais une fois par jour. Le fonds **fermé** se traite en continu, mais à un prix qui peut s'écarter durablement de cette valeur. L'**ETF** se traite en continu **et** au voisinage de la valeur liquidative — c'est ce qui explique son succès.

Négociation abusive

Trois dérives historiques

Late trading

Le **late trading** consiste à accepter un ordre après l'heure de clôture tout en lui appliquant la valeur liquidative du jour. L'investisseur privilégié profite d'informations postérieures au calcul du prix. C'est une pratique **illégale**.

Market timing

Le **market timing** exploite le décalage entre le moment où les cours des actifs sous-jacents sont figés et celui où la valeur liquidative est appliquée. Il vise notamment les fonds investis sur des places étrangères déjà fermées, dont les cours sont **périmés** (*stale prices*). Les allers-retours rapides qui en résultent diluent la performance des porteurs de long terme.

Front running et direction de courtage

Le **front running** consiste à négocier pour son propre compte en anticipant l'exécution d'un ordre important du fonds. La **direction de courtage** (*directed brokerage*) oriente les ordres vers un intermédiaire qui, en contrepartie, commercialise le fonds — le coût d'exécution étant supporté par les porteurs.

Les parades

Fonds classiques, spéculatifs

Ce qui les sépare

Le fonds spéculatif

Un **fonds spéculatif** (*hedge fund*) n'est pas ouvert au grand public : il s'adresse à des investisseurs qualifiés. Il échappe donc à l'essentiel des contraintes réglementaires pesant sur les fonds classiques et peut recourir à l'**effet de levier**, à la **vente à découvert** et aux **dérivés** sans restriction de principe.

Les principales différences

La **transparence** est réduite, les positions n'étant pas publiées. La **liquidité** est contrainte par des périodes de blocage (*lock-up*) et des préavis de rachat. Les **frais** suivent la structure « deux et vingt » : environ 2 % d'encours plus 20 % de la performance, contre une commission de gestion seule pour un fonds classique.

La commission de performance et ses effets

La commission de surperformance est une **option** offerte au gérant : il participe aux gains sans supporter symétriquement les pertes. Cette asymétrie l'incite à prendre du risque. Les clauses de *high-water mark* — pas de commission tant que la perte antérieure n'est pas effacée — et de *hurdle rate* corrigent partiellement ce biais.

Quelques stratégies

Grandes familles

Le **long-short actions** combine positions acheteuses et vendeuses pour neutraliser tout ou partie du risque de marché. L'**arbitrage de convertibles** exploite l'écart entre le prix d'une obligation convertible et celui de ses composantes. Les ***managed futures*** suivent des tendances sur les marchés à terme. L'**arbitrage de valeur relative** parie sur la convergence de prix liés.

Prudence sur les performances publiées

Les indices de fonds spéculatifs souffrent de biais bien identifiés : **biais du survivant**, les fonds disparus sortant des statistiques, et **biais de remplissage rétroactif**, les gérants ne déclarant leur historique qu'après une bonne période initiale. La performance moyenne affichée du secteur est donc structurellement surestimée.

Le lien avec le chapitre 9 du premier cours

L'absence de contrainte réglementaire, l'effet de levier et l'opacité forment exactement la combinaison qui a détruit **LTCM** en 1998. Le fonds spéculatif n'est pas un véhicule dangereux en soi, mais il concentre les conditions dans lesquelles une erreur de modèle devient irréversible.

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

Trois véhicules de gestion collective se distinguent par leur mode de négociation : le fonds **ouvert** traite une fois par jour à la **valeur liquidative**, le fonds **fermé** traite en continu mais avec décote ou surcote possible, l'**ETF** combine négociation continue et ancrage à la valeur liquidative grâce au mécanisme de création-rachat. Le secteur a connu des pratiques abusives — **late trading**, **market timing** sur cours périmés, **front running** — qui transfèrent de la valeur des porteurs de long terme vers quelques privilégiés, et que corrigent horodatage, *fair value pricing* et commissions de rachat. Les **fonds spéculatifs**, réservés aux investisseurs qualifiés, échappent à ces contraintes et recourent au levier, à la vente à découvert et aux dérivés ; leur commission de performance asymétrique encourage la prise de risque, et leurs performances publiées sont biaisées par la **survie** et le **remplissage rétroactif**.