

Royaume-Uni

Le procès Unilever/Merrill Lynch : un conflit exemplaire entre fonds de pension et opérateurs financiers

Sabine MONTAGNE

En octobre 2001, le fonds de pension Unilever poursuit en justice le gestionnaire financier, Merrill Lynch, auquel il a délégué la gestion d'une partie de ses actifs. L'affaire prend une valeur exemplaire puisqu'elle est la première du genre dans le monde de la *pension industry*. A travers ce cas, c'est toute la question du contrôle des professionnels financiers par les fonds de pension qui est posée. Cette affaire nous permet ici d'explorer le fonctionnement du secteur de la gestion collective et d'en identifier certains risques. Conçue dans cette perspective, l'analyse du cas Unilever dépasse le strict contexte du Royaume-Uni et débouche sur des conclusions plus générales, valables chaque fois qu'une délégation est faite à un opérateur du marché financier.

Un cas exemplaire : le doute s'installe

Le procès intenté par le fonds de pension Unilever à son gestionnaire de fonds, Merrill Lynch, (*cf.* encadré 1) est exemplaire à plus d'un titre. Tout d'abord, l'identité des protagonistes confère à l'affaire une dimension médiatique : le fonds

Unilever compte parmi les plus gros intervenants (4 milliards de livres sterling, soit 6,5 millions d'euros) ; la société de gestion incriminée, Mercury Asset Management (MAM) est le premier gestionnaire de fonds anglais et le gérant accusé est l'une des stars de la gestion d'actifs de la *City*. Carol Galley est en effet l'emblème d'une génération d'investisseurs institutionnels inflexibles. C'est donc la première fois que deux acteurs aussi importants entrent dans un conflit public au sujet de la performance financière fournie par le gestionnaire.

L'objet de la querelle est par ailleurs singulier : le fonds de pension poursuit en justice pour négligence dans la gestion du mandat et met ainsi en cause la politique de gestion financière adoptée par le gestionnaire. Ce type d'accusation n'avait pour l'instant pas été développé par la jurisprudence, pourtant abondante, soulevée par les fonds de pension, tant au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis.

La raison principale de ce manque jurisprudentiel semble être que la tâche d'investissement était considérée comme technique, une affaire de spécialistes que

les administrateurs de fonds de pension, les trustees, maîtrisaient mal. Enfermés dans leur tour d'ivoire, les gestionnaires exerçaient leur métier sans grande contestation possible. Leur pouvoir se manifestait d'abord lors de la rédaction du mandat de gestion : rédigé par les services juridiques internes du gestionnaire, le contrat pouvait être conçu dans des termes favorables à celui-ci. Ce pouvoir se manifestait ensuite lors de la réalisation du mandat : en cas de mauvaises performances, les gestionnaires se retranchaient derrière des arguments qui les disculpent de tout soupçon sur leur gestion. Ainsi, ils blâmaient le marché ou des facteurs techniques et accusaient leurs clients de ne pas pouvoir comprendre leur « philosophie » d'investissement. L'hypothèse de mauvaise gestion par incompetence n'existait pas. Ce prestige des gestionnaires est soudain mis en cause par Unilever qui n'accepte pas les explications avancées par son gestionnaire et exige des comptes sur la stratégie d'investissement, sur le contrôle interne des risques et demande réparation pour le manque à gagner subi.

L'inquisition menée par les juges fournit une analyse détaillée du fonctionnement de la société de gestion MAM et montre, du même coup, l'illusion dans laquelle s'est tenue la *pension industry* pendant près de deux décennies. A partir du milieu des années 1980 émerge une nouvelle génération de gestionnaires capable de produire des rendements financiers élevés par le jeu des OPA et la pression sur les dirigeants d'entreprise. Une période d'activisme actionnarial et de gouvernement d'entreprise commence. L'équipe de MAM est un des fers de lance de cette nouvelle politique de gestion. Elle prône l'individualisme des gérants, en insistant

sur le « génie individuel », le « sens du marché ». Alors même qu'elle construit un discours sur le contrôle collectif de l'investissement, pour rassurer ses clients et obtenir des mandats auprès des fonds de pension, il s'avère qu'elle laisse complètement libres ses gérants de portefeuille. Chaque gérant à l'intérieur de la société d'investissement travaille pour son propre compte, comme un indépendant. Ce culte de l'individu brillant qui « sur-performe » le marché est aussi une réponse apportée par MAM pour retenir les jeunes esprits talentueux dont la carrière est bloquée par les seniors en place. La réorganisation conduite par C. Galley au milieu des années 1990, en supprimant les hiérarchies, vise ainsi à redonner des perspectives de carrière aux plus jeunes. Mais l'absence de contrôle formel est la contrepartie qui s'avère aujourd'hui funeste pour l'institution.

Au delà du cas particulier de MAM, la question se pose de savoir si ce type de pratiques est général. C'est alors l'ensemble de l'organisation de la *pension industry* qui se trouverait mis en accusation. On peut constater que l'enquête judiciaire a insisté sur les particularités de MAM par rapport à ses concurrents : MAM était réputé pour adopter des politiques singulières, fondées sur le *stock picking* (choix de titres au vu de l'anticipation de performance boursière), sur une faible diversification des portefeuilles, peu habituelle dans le métier. Par ailleurs, plusieurs professionnels se sont exprimés pour indiquer que les pratiques de l'industrie financière avaient évolué depuis quelques années et que ce type d'organisation et de politique de gestion avait disparu. Le contrôle des risques se serait développé et la stratégie de gestion consisterait à propo-

Encadré 1

L'affaire Unilever/Merrill Lynch

Le fonds de pension d'Unilever a accusé son gestionnaire, Mercury Asset Management devenu Merrill Lynch par fusion, d'avoir agi de manière négligente. Mercury Asset Management obtient la gestion déléguée d'un portefeuille de 600 millions de livres en janvier 1997. Ce portefeuille doit être placé en actions britanniques et le contrat prévoit qu'il ne doit pas sous-performer l'indice de référence (le *FTSE All shares*) de 3 % pendant plus de 4 trimestres successifs. Le portefeuille sous-performe l'indice de 8 % pendant les quatre premiers trimestres du contrat et, au total, de 10,5 % sur les cinq trimestres que dure le contrat. Cette sous-performance signifie, en valeur absolue, que le portefeuille ne s'apprécie que de 200 millions de livres au lieu de 330 s'il avait été géré comme l'indice. Unilever retire le mandat de gestion en mars 1998 et cherche un accord à l'amiable en demandant à Mercury le montant de la somme représentant la sous-performance, soit 130 millions de livres. Aucun accord n'étant trouvé, Unilever poursuit Merrill Lynch en justice en octobre 2001. Après 28 jours d'investigation par la justice britannique, un accord à l'amiable est finalement établi, le gestionnaire s'engageant à payer 70 millions de livres sterling au fonds de pension ».

ser un portefeuille en partie indexé, afin de sécuriser la performance.

Malgré ces dénégations, le doute s'installe, la croyance dans une gestion infaillible est atteinte. L'affaire préfigure sans doute un changement de rapport de force entre fonds de pension et gestionnaires.

Payeur mais pas responsable

Le risque de déstabilisation que pouvait provoquer l'affaire Unilever sur la *pension industry* semble avoir été temporairement écarté grâce au règlement à l'amiable obtenu par les parties. Merrill Lynch a accepté de payer 70 millions de livres soit plus de la moitié du montant réclamé par Unilever à titre de dommage. Mais Merrill a refusé de se considérer responsable (*liable*). Cette dénégation de responsabilité reste sans portée juridique puisque le procès a été interrompu avant

de fournir une réponse claire à ce sujet. Elle constitue cependant une tentative pour enrayer un mouvement général de mise en cause judiciaire des gestionnaires financiers.

La solution apportée au conflit est donc une demi-mesure : la dénégation de Merrill Lynch ne permet pas de couper court à toute nouvelle tentative de poursuite puisque Merrill accepte de payer – mais le pire est évité pour la *pension industry*, à savoir la création d'un précédent judiciaire.

Un tel précédent aurait en effet eu des conséquences dramatiques sur le système des fonds de pension : reconnaître une responsabilité à Merrill aurait signifié que les *trustees* des fonds de pension se trouvaient dans l'obligation positive de poursuivre leurs gestionnaires chaque fois que les objectifs de performance n'étaient pas atteints. On conçoit dès lors combien les

gestionnaires de fonds souhaitaient qu'un accord soit trouvé entre les deux parties, en dehors des tribunaux, afin d'éviter de créer un tel changement de règles.

Du point de vue de la *pension industry*, ce règlement hors tribunal ne constitue donc pas un précédent judiciaire en tant que tel. Mais il ouvre cependant la porte à des plaintes similaires de la part des entreprises dont le fonds de pension a enregistré de faibles performances. Cette éventualité est d'autant plus forte que nombre de fonds de pension ne sont pas satisfaits des mauvaises performances obtenues par les grands gestionnaires britanniques, depuis plusieurs années. Depuis 1997, MAM a perdu 3 milliards de livres de contrats, l'arrivée de nouveaux clients ne compensant pas les défections. Les autres grands tels que Prudential Portfolio Managers, Gartmore, Schroders, F&C Management, Phillips & Drew ont aussi perdu des mandats pour des montants au moins équivalents. Ce transfert massif vers d'autres gestionnaires moins prestigieux est un signe du mécontentement des fonds de pension à l'égard des gros gestionnaires.

Par ailleurs, la chute des bourses a entraîné des pertes importantes pour les portefeuilles des fonds de pension. Poursuivre en justice comme l'a fait Unilever, dans l'espoir d'obtenir des dommages et intérêts, devient une tactique possible pour combler les manques de financement qui résultent de ces baisses boursières. Ainsi, l'issue de l'affaire Unilever, loin de clore le sujet, pourrait au contraire jouer un rôle de catalyseur pour des litiges ultérieurs. Des grands fonds de pension au Royaume-Uni (Sainsbury, Surrey County Council, AstraZeneca, Saffeway, Kingfisher) ont déjà annoncé

qu'ils allaient examiner l'éventualité d'une poursuite.

Le principal frein à de telles actions judiciaires est leur coût pour le fonds de pension : l'affaire Unilever/Merrill a coûté 50 000 £ par jour en frais divers dont les frais d'avocat. Par ailleurs, ce type d'affaire ne peut aboutir favorablement pour le plaignant qu'à la condition que l'accusé soit en mesure de payer effectivement, c'est-à-dire qu'il soit suffisamment gros. Les petits gestionnaires n'auraient pas les moyens financiers de garantir ainsi les pertes engendrées par une sous-performance de gestion. Ce type d'affaire peut donc se reproduire avec les gros intervenants de la *pension industry*, tant les fonds de pension capables de soutenir un procès que les gestionnaires capables de compenser la perte financière.

L'avenir confirmera ou pas ce risque de déstabilisation générale. Pour l'instant, le seul examen de l'affaire Unilever témoigne que la *pension industry* présente des points d'instabilité juridique qui concernent la relation de mandat entre fonds de pension et gestionnaires. Ces points peuvent se révéler critiques en cas de crise des marchés financiers car ils peuvent ouvrir la porte à une dynamique judiciaire (multiplication des procès) qui amplifierait les désarrois financiers du secteur.

Fixer la responsabilité, prouver la faute : des sources d'instabilité juridique

La source fondamentale d'incertitude juridique porte sur l'ambiguïté du contrat signé par les deux parties. Quelle est l'étendue de l'engagement que crée le mandat ? Les objectifs de performance contenus dans le mandat de gestion constituent-ils un contrat commercial ou sont-ils simplement des guides pour une

performance probable ? Le règlement de la présente affaire ne fournit pas de réponse. Tant les gestionnaires que les *trustees* sont désormais dans une position incertaine : les gestionnaires sont incertains de leur exposition judiciaire puisque d'autres litiges peuvent survenir et les *trustees* peuvent être conduits à considérer qu'ils ont une obligation fiduciaire envers leurs bénéficiaires de poursuivre en justice les gestionnaires lorsque la performance n'est pas bonne.

La mauvaise performance constitue-t-elle une faute ? Si, pour le commun des mortels, l'erreur de gestion est manifeste dans le cas Unilever, compte tenu de la disproportion des performances obtenues par rapport à celles du marché, la preuve de la faute reste difficile d'un point de vue juridique. En effet, l'objectif de performance par rapport au marché semble ne pas constituer une clause impérative quand bien même le contrat spécifie une fourchette maximum pour cet écart. Unilever a choisi de situer la bataille sur le terrain des moyens engagés par le gestionnaire plutôt que sur la question de savoir si la sous-performance constituait une défaillance au contrat. Dans ces conditions, il revenait à prouver que le gestionnaire avait agi de façon négligente ce qui revient à prouver qu'aucun gestionnaire de fonds, raisonnable et compétent, n'aurait géré les actifs du fonds de pension de la manière dont MAM les a gérés sur la même période. La construction judiciaire de la faute se fait donc par rapport à un comportement moyen, standard, des autres professionnels du marché. Or compte tenu de la volatilité des marchés à cette époque, diverses manières de gérer pouvaient être envisagées. Un juge est donc réticent à

formuler une règle de gestion financière tenant compte de l'état du marché.

Il reste alors à recenser les fautes de procédure commises par les parties. Du côté de MAM, le bilan apparaît assez lourd. La gestionnaire officiellement en charge de la gestion du portefeuille d'Unilever, C. Galley, a attendu deux ans avant de dire à ses clients qu'elle avait passé la main à un collègue junior âgé de 27 ans, pour la gestion quotidienne du portefeuille d'actions anglaises. De plus, les témoignages apportés au procès font ressortir qu'elle n'a pas suffisamment surveillé les décisions d'investissement de son jeune collaborateur et qu'il n'existait aucun contrôle formel des décisions d'investissement au sein de MAM. Quant à la stratégie de gestion, elle apparaît *a posteriori* particulièrement risquée (cf. encadré 2). Pour l'évaluer, les juges ont eu recours à des experts, A. Timmerman, universitaire américain et D. Eadie, actuariaire. Ceux-ci ont estimé que la stratégie retenue par Mercury avait plus de 30 % de chance de rester en deçà de la cible de rendement durant un an sur les trois années prévues du contrat. A Timmerman, auquel la Cour avait demandé de se prononcer sur le caractère raisonnable de l'investissement opéré, a répondu que cette façon de gérer n'était pas raisonnable dans la mesure où aucun gestionnaire de fonds raisonnable n'aurait agi de cette façon. Il a conclu que les actifs du fonds de pension n'avaient pas été gérés conformément au contrat passé entre le fonds de pension et les gestionnaires.

Du côté d'Unilever, la responsable de l'investissement reconnaît qu'elle n'a jeté qu'un œil sur le rapport indiquant la sous-performance du fonds et qu'elle n'a pas inquiété le gestionnaire au sujet des incohérences que sa gestion semblait ré-

Encadré 2

La stratégie de gestion choisie par MAM

MAM était réputé pour développer des stratégies que ses concurrents n'adoptaient pas. Cette singularité était revendiquée par l'institution et sa responsable, C. Galley. En 1997, deux choix radicaux sont faits par l'équipe de MAM : d'une part, l'équipe fait le pari que la livre sterling va baisser et, d'autre part, le gérant en charge du portefeuille d'Unilever mise sur les valeurs cycliques de la bourse et concentre son investissement. Le portefeuille est largement investi en actions d'entreprises industrielles britanniques, sans diversification sur les autres secteurs, notamment financier et bancaire, ce qui représente une stratégie rare. Il s'avère *a posteriori* que ces deux choix sont peu judicieux. La livre sterling s'apprécie et les entreprises industrielles britanniques subissent directement cette appréciation de change. L'avocat d'Unilever a estimé que la stratégie choisie par le jeune gestionnaire, C. Lennard, conduisait à des résultats extrêmes, soit positifs soit négatifs. Lennard nie que ses décisions aient été trop risquées et défend sa stratégie d'investissement dans un petit nombre d'entreprises. Merrill estime que les conditions de marché ont été sans précédent, notamment la remontée inattendue de la livre par rapport au mark et l'influence des investisseurs passifs.

véler. Par ailleurs, l'histoire de la rédaction du contrat entre le fonds de pension et le gestionnaire fait apparaître une certaine ambiguïté quant à la fixation du risque acceptable par Unilever.

Finalement, les arguments apportés par les parties montrent la complexité de la relation entre administrateurs de fonds de pension et gestionnaires même si le contrat a été correctement rédigé. C'est toute la question de la délégation qui est ici posée.

Le problème de la délégation d'investissement

La façon dont le procès s'est déroulé – tant les arguments qui ont été mobilisés que le jeu des différents acteurs – fait apparaître deux contradictions inhérentes au système de gestion des fonds de pension.

Tout d'abord, le cas montre bien comment le système que forment le fonds de pension et ses gestionnaires d'investisse-

ment est tiraillé entre recherche de performance, objectif financier par excellence, et exigence de sécurité, objectif de protection sociale lié à la finalité de retraite. Le fonds de pension doit simultanément assurer ces deux objectifs. Sur le plan théorique, la chose est simple et porte un nom, l'arbitrage rendement/risque. Cet arbitrage se réduit à quelques équations mathématiques que la théorie financière a largement explorées. Mais lorsqu'il s'agit de l'appliquer à la réalité des rapports institutionnels, l'exercice s'avère plus complexe. La définition du risque acceptable par le fonds de pension est-elle toujours claire et son interprétation par le gestionnaire suffisamment fidèle ? Ce problème de communication entre fonds de pension et gestionnaire a souvent été réduit au problème du manque de formation des *trustees*. L'incompétence des *trustees* engendrerait un problème de communication avec les professionnels financiers. En conséquence, un effort de formation au-

près des trustees résoudrait le problème. Le cas Unilever montre qu'il n'en est rien : ce fonds de pension est l'un des plus sophistiqués et sa responsable d'investissement était extrêmement réputée. A moins de devenir eux-mêmes gestionnaires, les *trustees* ne peuvent aller beaucoup plus loin dans la connaissance financière.

Le problème de communication ne provient donc pas seulement de facteurs techniques mais aussi d'un facteur structurel : l'antagonisme entre les deux objectifs des fonds de pension, sécurité et rendement. Dans les années 1980, on a cru pouvoir réduire cet antagonisme en dissociant la fonction d'investissement des autres fonctions assumées par le fonds de pension. La décision d'investissement a été externalisée et affectée à des gestionnaires professionnels (*cf.* encadré 3). Dans cette configuration, le fonds de pension fixe un niveau de risque, au gestionnaire de lui fournir la meilleure performance correspondant à ce risque. Cette répartition des tâches permet de séparer les deux finalités du fonds de pension : le *trustee* s'occupe de limiter le risque (logique de protection sociale) et le gérant optimise la performance, à risque donné (logique financière). Chacun son métier et les moutons seront bien gardés.

Cet effort organisationnel qui aurait pu permettre d'ancrer les fonds de pension dans des politiques de gestion mesurées ne semble pas avoir pu s'opposer au contexte d'euphorie boursière des années 1990. La course à la performance s'est étendue à l'ensemble des acteurs, rendant les fonds de pension moins vigilants et les gestionnaires plus agressifs. Dans le cas Unilever, il semble que le système formé par le couple fonds de pension / gestionnaires se soit plastiquement déformé vers une prise de risque plus élevée sans que

les acteurs eux-mêmes n'aient été conscients qu'un tel accroissement de risque dépassait l'objectif du fonds. De ce point de vue, l'ambiguïté de Unilever quant au niveau de risque acceptable, qui semble s'être manifestée lors de la rédaction du contrat, puis le délai de sa réaction, au vu de la sous-performance, ne plaident pas pour le comportement prudent attendu d'un fonds de pension. De même, la stratégie financière du gérant apparaît bien peu compatible avec les objectifs mesurés contenus dans le contrat, stratégie qui aurait dû alerter le contrôle interne de MAM et la responsable d'Unilever.

L'examen du cas Unilever appelle deux conclusions, l'une historique et l'autre analytique. En terme historique, cette affaire marque probablement l'érosion du pouvoir des gestionnaires financiers qui est allé croissant au cours de la décennie 90, tant vis-à-vis des *trustees* que vis-à-vis des entreprises (*via* le gouvernement d'entreprise). Redonner un pouvoir aux *trustees* semble être devenu un enjeu politique que le rapport Myners a affirmé. En terme analytique, l'affaire fait apparaître certains risques latents qui se révèlent selon la conjoncture boursière. L'affaire montre ainsi deux sources d'instabilité, l'une juridique et l'autre organisationnelle.

L'instabilité juridique provient de l'ambiguïté du contrat de mandat entre les parties. L'affaire Unilever montre que les indications de performance contenues dans le contrat ne sont pas contractuelles en tant que telles mais que le gestionnaire qui échoue peut, malgré tout, être mis en cause. Avec cette affaire, la décision d'éviter le précédent préserve l'équilibre actuel des protagonistes mais augmente l'incertitude juridique en laissant aux acteurs le soin de trouver localement un rè-

Encadré 3

L'organisation de la *pension industry*

Le fonds de pension qu'il soit britannique ou américain, à prestations définies ou à cotisations définies¹, recourt généralement à des prestataires financiers spécialisés, les *funds managers*, auxquels il délègue le soin d'investir sur le marché financier. Après avoir décidé une répartition de son placement entre actions et obligations (étape de l'allocation stratégique), puis entre type d'actions ou types d'obligations (par exemple, entre actions de grosses entreprises et actions de petites entreprises, étape dite de l'allocation tactique), il alloue les différentes sommes à gérer à des gestionnaires spécialisés par type de titres. Ces sommes sont appelées « poches ». Chaque gestionnaire dispose donc d'une fraction du patrimoine du fonds de pension, charge à lui de la faire fructifier à partir de la gamme de produits financiers dont il est spécialiste. D'un point de vue juridique, il est lié au fonds de pension par un mandat de gestion. Ce mandat précise la performance attendue : le rendement du portefeuille ne doit pas s'écarter d'une fourchette établie par rapport à un index de référence, pendant une certaine durée. Ainsi, dans le cas Unilever, le gestionnaire Mercury Asset Management disposait de 600 millions de livres sur un total de 4 milliards de livres détenu par le fonds de pension et avait pour indication de ne pas sous-performer l'indice de référence (le *FTSE All shares*) de 3 % pendant plus de 4 trimestres successifs.

En distribuant ainsi la gestion financière, le fonds de pension répond à un double souci d'efficacité : d'une part, la spécialisation des prestataires est censée garantir de bonnes décisions d'investissement et d'autre part, à spécialisation donnée, leur mise en concurrence constitue une incitation à une amélioration des performances et à une limitation des frais de gestion, d'abord poche par poche puis globalement pour l'ensemble du portefeuille du fonds de pension, par agrégation des poches.

1. Un fonds à prestations définies est un fonds qui s'est engagé à verser une prestation déterminée à partir d'une formule de calcul connue à l'avance tandis qu'un fonds à cotisations définies ne verse que ce que le marché financier a rapporté au moment de la liquidation. Ces deux types de fonds n'ayant pas les mêmes contraintes, leur gestion financière n'est pas forcément identique. Pour une typologie des formes de gestion financière, voir (Baudru, 1998 ; Montagne, 2001).

gement à leurs conflits. En période de baisse boursière, cette absence de règle peut constituer une incitation à une multiplication des conflits.

L'instabilité organisationnelle provient de la répartition des rôles entre fonds de pension et gestionnaires. Pour comprendre la dynamique d'investissement des actifs financiers, qui peut se révéler dangereuse comme dans le cas Unilever, il faut étudier

comment le couple formé par le fonds de pension et ses gestionnaires fonctionne réellement. En période d'euphorie boursière, les vigilances propres à chacune des parties peuvent diminuer, l'obtention d'un rendement élevé constituant un appât auquel cèdent simultanément les deux parties.

De tels dysfonctionnements sont restés peu visibles tant qu'a duré la hausse boursière des années 1990 mais le mou-

LE PROCES UNILEVER/MERRILL LYNCH

vement actuel de baisse des bourses va probablement révéler ces antagonismes inhérents à l'organisation actuelle de la *pension industry*.

Sources :

The Financial Times, presse britannique.

Baudru D., M. Kedichi (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Economie Financière*, n°48.

Montagne S. (2002), « Responsabilité financière et investissement financier : comment la finance a mobilisé le droit des trusts », in *Risque et responsabilité : études juridiques et économiques*, T. Kirat, LGDJ, à paraître.

Montagne S. (2001), « De la pension governance à la corporate governance : la transmission d'un mode de gouvernement », *Revue d'Economie financière*, n°63.