

# Géographies de la finance : l'espace, un banni récalcitrant !

**Claude Dupuy**  
**Caroline Granier**

GREThA UMR CNRS 5113  
Université Bordeaux IV  
claude.dupuy@u-bordeaux4.fr  
caroline.granier@u-bordeaux4.fr

*Version préliminaire présentée au séminaire CRIEF le 14/1/2010*

## **Résumé**

La globalisation financière et le développement des NTIC ont été souvent associés à la fin de la géographie, le monde de la finance devenant alors un monde plat. Or, l'espace est un banni récalcitrant qui revient en force lorsque l'on analyse la géographie de la finance. Au travers d'une revue de littérature, nous montrons que cet espace joue un rôle central lorsque nous analysons les flux de capitaux ou la localisation des acteurs de la finance. Si le *design* institutionnel des marchés, c'est-à-dire l'ensemble des règles formelles et informelles qui encadrent les transactions financières, explique en grande partie la géographie des flux financiers, la structuration spatiale des activités financières est quant à elle hétérogène, suivant les logiques de localisation propres à chaque acteur et leur activité.

**Mots-clés:** design institutionnel, structure actionnariale, biais-pays, gérants de fonds, centres financiers.

**Codes JEL :** G11, G20, G30, R12

## **Abstract**

Financial globalization and the revolution in ICT have been associated to the end of geography, leading to a financial flat world. However, the geography still matters in finance. Through the literature, we show the central role of space in the analysis of capital flows or in the analysis of the location of financial activities. To explain the geography of financial flows, we use the notion of institutional design that encompass the formal and informal rules governing financial activities; the heterogeneity in the location of activities must be understood according to the actors and their activities.

**Key-words:** institutional design, ownership structure, home bias, fund managers, financial centres.

## Introduction

L'émergence de marchés financiers globalisés à la fin des années 90 a conduit de nombreux auteurs à s'interroger sur la question spatiale. O'Brien affirmait en 1992 que cette émergence aboutissait à la fin de la géographie comme d'autres auteurs à la même époque s'interrogeaient sur la fin de l'histoire ou sur la fin des cycles. Le mouvement de libéralisation financière amorcé à la fin du 20<sup>ième</sup> siècle aurait du aboutir si l'on reprend les termes de T.L. Friedman à un monde plat. Or, malgré une diminution importante des obstacles aux mouvements de capitaux et le développement des nouvelles technologies, de nombreuses études montrent qu'en matière financière la géographie compte. Nous sommes conduits à interroger la géographie de la finance au sens de la géographie des structures actionnariales et des activités financières au travers des travaux théoriques et empiriques menés par les économistes, les géographes et les sociologues qui, sans utiliser la même méthodologie, partagent un même champ d'investigation.

Le retour en force d'un banni récalcitrant, l'espace, se justifie lorsque l'on observe un certain nombre de faits stylisés :

1. La liquidité d'un titre ou d'un marché ne va pas de soi. Les marchés financiers sont encadrés dans des règles institutionnelles. Or, les gestionnaires de portefeuilles ne peuvent s'échanger que des titres non détenus par des détenteurs stratégiques (« insiders »). Dahlquist, Pinkowitz, Stulz et Williamson (2003) montrent que la liquidité du marché est liée au flottant et non à la totalité de la capitalisation. Ainsi, le montant de la capitalisation, les règles d'achats de titres et de *corporate governance*, les régulations publiques influencent la façon dont les titres sont échangés et, par là même, la structure géographique des marchés de capitaux.
2. Malgré la globalisation des marchés censés abolir les obstacles à leurs localisations, les flux de capitaux sont bien loin de se conformer aux prédictions des modèles standards des choix de portefeuille puisque les gestionnaires d'actifs ne profitent pas complètement des bénéfices théoriques que leur accorde la possibilité de diversification optimale de leurs portefeuilles. Au contraire, ils sur pondèrent dans leurs actifs les valeurs issues de leurs marchés domestiques, voire de leurs marchés régionaux.
3. Les marchés internationaux de capitaux utilisent massivement les nouvelles technologies de l'information et de la communication et les agents financiers sont censés pouvoir communiquer entre eux sans avoir à être localisés dans le même espace. Or, les localisations des acteurs de la finance restent très concentrées comme le montrent les études sur la localisation des activités financières.

Au travers de ces trois faits, cette revue de littérature nous permettra de définir la géographie de la finance dans une perspective institutionnelle. La complexité spatiale des marchés financiers est, selon nous, liée à ce que nous nommons ici le *design* institutionnel formel de ces marchés qui joue un rôle central dans la géographie des flux de capitaux (partie 1), la localisation des activités financières

pouvant s'analyser dans une perspective institutionnelle plus large intégrant les règles informelles dans les dynamiques spatiales de l'industrie de la finance (partie 2). Un des enjeux est de relier économie financière, économie spatiale et économie industrielle.

## 1. Design institutionnel des marchés et géographie des flux d'actions

La liquidité ou la négociabilité des titres, c'est-à-dire la capacité à acheter ou vendre rapidement des actifs cotés sans que cela ait un impact majeur sur les prix, est au centre du comportement de placement des détenteurs d'actifs liquides. L'activité réelle d'un marché dépend des différentes règles juridiques qui structurent chaque marché ainsi que du nombre de sociétés cotées, du volume des transactions, de la structure de l'actionnariat (concentré versus dispersé), du type d'actionnaire (banques, familles, investisseurs institutionnels...). Les marchés financiers ne peuvent ainsi se développer tant que les droits des détenteurs de titres (et leurs obligations) ne sont pas définis par la loi. Il existe donc une variété géographique des *design* institutionnels qui permet d'expliquer l'hétérogénéité spatiale des marchés financiers (1.1) et les comportements géographiques de placement des investisseurs, notamment la détention majoritaire de titres domestiques (1.2) et le taux de rotation élevé sur les titres étrangers (1.3). L'existence d'un *design* n'unifie pas pour autant les comportements différents des acteurs (1.4).

### 1.1 Les règles juridiques, la liquidité des titres et les flux financiers

Le fait que l'actionnaire soit un créancier plutôt qu'un véritable propriétaire<sup>1</sup> est lié au capitalisme moderne qui naît avec le développement des sociétés par actions et lorsque la taille des capitaux nécessaires au développement des entreprises a dépassé les capacités de financement d'un seul individu ou d'une seule famille (Orléan 1999)<sup>2</sup>. De ce fait, en rendant les titres négociables, les règles à l'œuvre sur les marchés financiers permettent de limiter les risques encourus par les créanciers-proprétaires. L'émergence d'un marché liquide favorable aux actionnaires minoritaires aux Etats-Unis est liée à des politiques publiques qui ont consciemment construit cette liquidité à travers la réglementation en faveur des actionnaires minoritaires (Bhidé, 1991). Comme le relève Robert Shiller (1998), la création d'un marché n'est possible que par une intervention des Etats, la présence de "faiseurs d'opinion" (tels que les analystes financiers qui orientent les choix) et d'institutions qui joueraient le rôle d'intermédiaires et enfin l'éducation du public (pour le rendre capable d'utiliser les indices boursiers, de connaître leur signification...)<sup>3</sup>. Une implication de l'approche juridico-financière de la *corporate governance* menée par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1997, 2000) est également de dire que les marchés financiers requièrent des institutions et qu'ils ne peuvent

---

<sup>1</sup> « La reconnaissance de la personnalité morale aux sociétés de capitaux a eu pour conséquence la création juridique d'un patrimoine indépendant. Par cet acte constitutif, la société, être moral nouveau, devient propriétaire de ses biens qui composent son actif (...), l'actionnaire apporteur de fonds est seulement propriétaire de ses titres » (Morin 1984).

<sup>2</sup> Le titre n'est plus immobilisé et ne se confond dès lors plus avec le capital physique qu'il représente.

<sup>3</sup> « If it can be concluded that the future establishment of some of the major macro markets here is worth serious consideration, then it is important now to recognize the extent of investment in public goods that will be made, and the long time that it takes to create such goods. Creating new markets requires resources, in such things as creating data sources, in setting up the facilities and institutions for trade in the market, and educating the public about its use ». Shiller (1998)

fonctionner seuls. Ces auteurs montrent l'impact du droit sur la géographie des structures actionnariales ; si les investisseurs potentiels savent qu'il existe un environnement légal qui les protège contre l'expropriation de leurs capitaux par les managers et les actionnaires de contrôle (c'est-à-dire à la fois des règles légales en leur faveur et une bonne application de ces règles), ils sont incités à investir, ce qui concourt au développement des marchés financiers et à la dispersion de l'actionnariat. Une faible protection des actionnaires minoritaires incite inversement à une non-dilution du contrôle et à une faible activité du marché des droits de propriété. Les pays de tradition Civiliste (Droit Romain notamment) s'opposent ainsi aux pays de tradition anglo-Saxonne (*Common Law*) en termes de concentration de la propriété (La Porta et al., 1997). La présence d'actions à droit de votes multiples, une structure de propriété pyramidale (Bebchuk et al. 2000) accentuent aussi les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires et l'appropriation par les actionnaires de contrôle (ou *insiders*) des bénéfices privés. En effet, une part des détenteurs d'actions renonce à la liquidité pour des raisons de contrôle. L'immobilisation des titres à des fins de contrôle impose d'importantes contraintes aux investisseurs. En effet, l'épargne ne peut pas être valorisée par manque de liquidité. Certains marchés financiers sont dominés par des acteurs qui renoncent à la liquidité de leurs actifs (les actionnaires de contrôle). Comme le relèvent M. Aglietta et A. Rébérioux (2004) « le choix de la liquidité par les actionnaires doit logiquement se payer d'un renoncement au contrôle ». Ce renoncement a un prix qui est une expropriation de la valeur créée par les dirigeants au travers des bénéfices privés. Dyck et Zingales (2004) remarquent que lors du transfert d'un bloc de contrôle, le prix payé par l'acquéreur reflète la part correspondante du flux de trésorerie augmentée du bénéfice privé tiré du contrôle. Lorsque le bloc est vendu, le prix des titres ne reflète plus que les flux de trésorerie ; la différence entre les deux prix permet alors de quantifier les bénéfices privés. Ils démontrent également une relation positive entre l'ampleur des bénéfices privés et le niveau de concentration de la propriété dans les mains des trois plus importants actionnaires des dix plus grandes firmes non financières dans lesquelles l'Etat n'est pas actionnaire. Hors présence des bénéfices privés tirés du contrôle, un titre n'est qu'un actif qui s'échange sur un marché mais ceci n'élimine jamais le risque d'illiquidité puisque l'espace géographique est une contrainte irréductible pour les investisseurs. Par ailleurs, l'efficacité des règles juridiques dépend de l'influence des groupes d'intérêts, des coalitions entre les agents économiques qui peuvent les détourner de la fonction qui leur est attachée (Aglietta, Rébérioux, 2004). La structure actionnariale ainsi que les relations entre les différents acteurs de la firme (actionnaires, dirigeants, travailleurs) sont ainsi déterminées par les forces politiques regroupant les partis politiques, les institutions politiques, l'orientation politique des gouvernements, les coalitions et les groupes d'intérêt (Roe, 2003; Gourevitch et Shinn, 2004).

Le fait qu'une faible protection des actionnaires minoritaires incite à la non dilution du contrôle et à une faible activité du marché conduise à des marchés peu actifs du point de vue de leur liquidité va avoir des conséquences sur la géographie des flux financiers puisque les acteurs mobiles de la finance internationale vont devoir adapter leurs choix de portefeuilles et hiérarchiser les différents marchés d'actions selon les différents *design* institutionnels des marchés.

## 1.2 Le biais-pays comme construction institutionnelle

Cette variété des *design* institutionnels des marchés financiers expliquerait selon Dahlquist, Pinkowitz, Stulz et Williamson (2003) un des «puzzle» de la théorie des choix de portefeuille: le biais-pays («*home bias*» ou préférence nationale). Sur des marchés globalisés, les flux de capitaux sont bien loin de se conformer aux prédictions des modèles classiques puisque les gestionnaires d'actifs ne profitent pas complètement des bénéfices théoriques que leur accorde la possibilité de diversification optimale de leurs portefeuilles. Au contraire, ils sur-pondèrent dans leurs actifs les valeurs issues de leurs marchés domestiques. Il existe donc un lien entre les décisions d'allocation et la localisation géographique. L'existence d'un biais-pays est donc une énigme de plus pour la théorie moderne du portefeuille.

Les gestionnaires de portefeuilles<sup>4</sup> qui sont les principaux actionnaires minoritaires ne peuvent s'échanger que des titres non détenus par des actionnaires de contrôle (le flottant). Dahlquist, Pinkowitz, Stulz et Williamson (2003) montrent que la liquidité du marché est liée au flottant et non à la totalité de la capitalisation. Il existe donc une relation entre le degré de présence des *insiders* et la présence d'investisseurs institutionnels qui dépend du *design* institutionnel et donc, par corollaire, des différences importantes en matière de liquidité des titres. L'indice de biais domestique de Kho, Stulz et Warnock (2009) mesure l'écart entre l'ouverture du pays aux capitaux américains et un indice théorique qui représente la pénétration américaine tel qu'elle devrait être si les marchés étaient parfaits au sens de la théorie standard du portefeuille. Cette méthodologie est reprise dans Dupuy, Lavigne (2009) pour analyser les flux de placement des investisseurs américains dans le monde entre 1997 et 2007. L'élaboration d'un tel indice permet d'effectuer des comparaisons internationales et de fait d'analyser indirectement le degré de « globalisation » de chaque marché. Le biais global des investisseurs américains s'est ainsi réduit de 15% en 10 ans, ce qui s'explique notamment par le développement des marchés financiers et des flux de capitaux durant la période et par la forte dynamique d'exportations de capitaux américains qui progressent plus que la croissance de la capitalisation des marchés entre 1997 et 2007. Cette dynamique va de pair avec la mise en place de législations plus favorables aux actionnaires minoritaires sans pour cela faire basculer le *design* institutionnel des marchés vers un modèle anglo-saxon. Ainsi, dans le cas de l'Asie, malgré le mouvement de libéralisation des échanges de capitaux et l'arrivée des investisseurs institutionnels américains après la crise de 1997, les structures actionnariales asiatiques sont toujours distinctes de celle des autres continents avec notamment la forte présence d'actionnaires stratégiques dans certains pays comme la Chine et celle de fonds souverains à Singapour (Lee, 2009). L'Europe est quant à elle toujours caractérisée par une diversité de configurations actionnariales mais ce constat

---

<sup>4</sup>Les gestionnaires de portefeuille comprennent les investisseurs institutionnels (acteurs qui investissent sur les marchés l'épargne collectée auprès des ménages: OPC, compagnies d'assurance et fonds de pension), les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les fonds souverains et les fonds de capital-investissement;

tend à être nuancé avec la transformation du rôle d'entités stratégiques des banques européennes en gestionnaire de portefeuille via leurs filiales de gestion d'actifs (Auvray et Granier, 2009)<sup>5</sup>.

De nombreux autres travaux académiques montrent et tentent d'expliquer cette préférence nationale, mettant en avant des explications d'ordre institutionnel ou d'ordre comportemental. Les premières déterminent les facteurs pouvant réduire les rendements liés à l'investissement à l'étranger ou limitant la capacité des investisseurs à détenir des titres étrangers : la couverture de risques spécifiques aux pays (Lewis, 1999), les asymétries d'information justifiant une préférence pour les entreprises nationales (Ahearne et al, 2001 ; Portes et Rey, 2005) voire locales (Coval et Moskowitz, 1999, 2001), la familiarité en termes de langage et de culture de l'entreprise communs (Grinblatt et Keloharju, 2001 ; Huberman, 2001) ; les secondes expliquent le biais par un optimisme marqué concernant les rendements du marché domestique (French et Poterba, 1991) et de la confiance accrue pour des entreprises locales (Huberman, 2001). Ces travaux ont toutefois des limites liées aux unités d'analyse qui varient d'une étude à une autre (de l'actionnaire-salarié d'une compagnie téléphonique américaine chez Huberman, 2001 à l'ensemble des résidents d'un pays qui sont investis dans une stratégie d'investissements de portefeuille pour Kho et al, 2009 et Lavigne et Dupuy, 2009) ainsi que les types d'actifs étudiés (actions ou obligations) qui ne permettent donc pas de comparer les différents résultats ; à cela nous pouvons ajouter que les travaux sont souvent centrés sur les investisseurs américains. Seule l'étude de Chan et al (2005) offre une comparaison pour 26 pays des déterminants du biais (familiarité, développement du marché financier, protection des investisseurs, contrôles du capital et variables économiques tels que le PIB ou les IDE). Ces choix limitent donc les résultats économétriques obtenus sur les déterminants du biais et posent la question de la mesure pertinente de la préférence nationale.

### **1.3 L'effet Tesar-Werner et l'origine des investisseurs**

Si la localisation des flux et son lien au *design* institutionnel des marchés fait l'objet d'une littérature conséquente depuis les travaux séminaux de Stulz, peu de travaux s'intéressent aux comportements de rotation de placement des investisseurs dans un contexte géographique. Or, une littérature s'intéresse au caractère patient ou impatient des investisseurs internationaux qui révèle une détention de titres sur une longue ou sur une courte durée respectivement (Martin et Minns, 1995; Froud et al, 2000; Pike, 2006). Or, il existe une autre énigme, en dehors du biais-pays, qui met à mal la théorie moderne des choix de portefeuille. Celle-ci est relative au fort taux de rotation des fonds internationaux relativement à celui des actions domestiques. Elle est aussi contradictoire avec les travaux qui expliquent le biais-pays par l'existence de coûts de transaction. Si les coûts de transaction étaient élevés, le taux de rotation sur les actions domestiques devrait être supérieur au turn-over sur les actions extérieures (Tesar et Werner, 1995) ; or c'est l'inverse que nous pouvons observer (Ahearne et al., 2001 ; Coval et Moskowitz, 2001 ; Warnock, 2002). Cette question renvoie à la diversité géographique dans les comportements des investisseurs internationaux; il s'agit alors de

---

<sup>5</sup> Ces travaux s'inscrivent de fait dans une analyse institutionnelle de la géographie de la finance initiée par les travaux de Martin, Minns (1995) et de Clark, Wojcik (2007).

montrer en quoi le taux de rotation des investisseurs internationaux dépend de leur origine géographique, particulièrement des modèles de capitalisme dans lequel ils s'inscrivent (Dupuy et al, 2010). Les travaux traitant de ces modèles visent à montrer la diversité des formes prises par le capitalisme dans les différents pays sur la base des institutions permettant la coordination des activités économiques et de leur complémentarité. Dans les travaux d'Albert (1991) et de Hall et Soskice (2001) deux capitalismes s'opposaient : capitalisme rhénan (Allemagne, Europe du Nord, Japon, Suisse) versus capitalisme anglo-saxon (Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada) pour le premier et les économies de marché libérales (basées sur une coordination par le marché) opposées aux économies de marché coordonnées pour les seconds. Amable (2003) fait apparaître la coexistence de cinq modèles selon la complémentarité entre cinq institutions (le marché des produits, le marché du travail, le système financier, la protection sociale et le système d'éducation). Dupuy et al (2010), en s'appuyant sur cette dernière analyse, montrent que les pays appartenant au modèle asiatique (Japon, Corée) sont caractérisés par des investisseurs patients en comparaison avec les investisseurs provenant des Etats-Unis. Par ailleurs, les investisseurs qui ont le turnover le plus proche des américains sont ceux provenant des pays méditerranéens.

#### **1.4 Vers une explication organisationnelle du biais**

Si jusqu'à présent le design institutionnel permettait de comprendre les comportements de placement, une série de travaux nous invitent à considérer la géographie de la finance à une échelle micro-économique. D'une part, les gestionnaires de portefeuille ne doivent pas être considérés comme une catégorie homogène ; même les sous-ensembles de gestionnaires classés par type de fonds gérés ont des comportements de placement distincts comme le montrent Hau et Rey (2008). En se focalisant sur l'industrie des fonds mutuels aux Etats-Unis et en Europe, ils montrent qu'il existe une large hétérogénéité des biais-pays observés, non seulement entre les pays<sup>6</sup> mais aussi entre les fonds en se basant sur la moyenne observée entre 1998 et 2002. Parmi les fonds mutuels, ce sont ceux qui sont les plus importants en termes de capitalisation boursière qui ont les portefeuilles les moins internationalisés à l'exception des fonds anglais et suisses. Il existe donc une hétérogénéité géographique des placements entre les fonds selon leur taille. D'autre part, l'existence d'un biais local expliqué par les choix de localisation des acteurs (Parwada, 2008) permet de penser la multiplicité des échelles spatiales pour expliquer les comportements de placement. Parwada (2008) s'appuie sur les travaux sur de Coval et Moskowitz (1999, 2001). Pour éliminer l'influence de frontières nationales sur le biais, ils ont défini un biais local comme la préférence pour des titres situés dans un rayon de 100 kilomètres au sein des Etats-Unis. Sur la période 1975-1994, les fonds mutuels américains qui sont les plus anciens, caractérisés par une petite taille (définie par la valeur totale gérée), un faible nombre de titres détenus et localisés dans des villes éloignées des grandes zones urbaines ont une préférence plus marquée ainsi que des rendements plus élevés pour les titres locaux. Cette étude

---

<sup>6</sup> Comme pour les taux de rotation (Dupuy et al, 2010), les biais-pays mesurés au niveau macro-économique diffèrent selon l'origine géographique des fonds. Le degré moyen de biais-pays pour les fonds mutuels américains est de 68,1% (inférieur au biais pays mesuré au niveau agrégé des statistiques internationales) alors qu'il est beaucoup plus faible pour les fonds anglais (32,4%) ou originaires de la zone Euro (29,4%).

montre l'hétérogénéité du biais parmi une même catégorie ainsi que l'importance de la proximité géographique entre les investisseurs et les entreprises financées pour acquérir un avantage informationnel permettant de tirer profit des entreprises locales. Néanmoins, elle ne précise pas les déterminants de la localisation, seulement ses avantages une fois établie. Comme le souligne Parwada (2008), peu de travaux sur le biais ont accordé une attention au choix de localisation des investisseurs. Ses travaux portent ainsi sur le lien entre biais local, choix de localisation des gestionnaires ou gérants d'actifs et cycle de vie de l'entreprise. Il étudie particulièrement les nouveaux gérants. Ces «fonds-starts-ups» tendent à être basés à proximité de là où proviennent les gérants - 75% des entrepreneurs de fonds se localisent dans un périmètre de 25 kilomètres de la localisation de leur premier employeur- et dans les régions où l'on dénombre le plus grand nombre de firmes de gestion d'actifs, d'établissements bancaires et des plus grands gérants de fonds mutuels. Les gérants sont donc contraints par le besoin de perpétuer leur réseau professionnel et social ainsi que par des coûts de relocalisation. Au-delà du fort biais local, Parwada observe que les gérants sont toujours caractérisés par un biais envers les titres qui étaient précédemment locaux. Ainsi le choix de localisation influencerait les comportements de placement. L'ensemble de ces travaux tendent à montrer que le biais dépendrait ainsi de caractéristiques internes des fonds (taille du fonds) ainsi que de la logique derrière la localisation des gérants de fonds. D'une manière plus générale, il relèverait de l'organisation des acteurs de la gestion d'actifs définie comme « un arrangement conscient résultant du choix des parties de coordonner délibérément leurs actions sur une base régulière et pour des objectifs spécifiques, ces choix étant rendus compatibles par une combinaison de commandement et de coopération dont l'efficacité détermine les frontières de l'organisation » (Ménard, 2004) et des interactions avec les autres organisations de l'industrie financière.

Les flux financiers s'inscrivent directement sur des marchés globalisés caractérisés par une hétérogénéité géographique de leurs règles institutionnelles. Il semble néanmoins que les comportements de placement soient également influencés par la localisation des gestionnaires et leur mode d'organisation. Il convient alors de traiter la géographie de la finance sous l'angle de la localisation des acteurs financiers pour mieux comprendre les comportements de placement tels que le biais-pays. Avec l'émergence des TIC, les agents financiers sont censés pouvoir communiquer entre eux et s'échanger des informations sans avoir à être localisés dans le même espace puisque les transactions sur les marchés d'actions s'effectuent au sein de réseaux électroniques. Or, les activités financières demeurent concentrées dans un petit nombre de centres financiers nationaux et internationaux.

## **2. La géographie des gérants d'actifs : un encastrement local des réseaux d'acteurs**

Définis le plus souvent comme des lieux géographiques caractérisés par l'agglomération de banques et d'intermédiaires financiers (Kindleberger, 1973), généralement des villes, les centres financiers sont

appréhendés à partir du cadre théorique de la Nouvelle Economie Géographique (NEG)<sup>7</sup> qui met en avant les avantages liés aux économies d'agglomération ou de celui des « *global cities* » de Sassen (1991)<sup>8</sup>. Etant donnée l'inertie qui caractérisait les centres financiers, ils n'ont pas fait l'objet d'un grand nombre de travaux par les économistes (Capelle-Blancard et al, 2007) ou bien ils étaient définis par la notion de Bourse<sup>9</sup>. Néanmoins la dérégulation, les nouvelles technologies et les innovations financières ont été vues comme des facteurs de dispersion des activités financières ; elles ont en réalité non seulement renforcé la prédominance des centres internationaux<sup>10</sup> mais ont aussi entraîné une restructuration de l'industrie financière<sup>11</sup>. La globalisation a finalement engendré la formation de territoires plus diversifiés et plus complexes qui varient selon les différentes industries de services financiers (Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007). Il convient alors de traiter isolément les métiers de la finance ; dans le but de comprendre les comportements des gestionnaires de portefeuille, nous concentrerons notre analyse sur la localisation d'une activité, la gestion d'actifs (2.1). S'il existe un consensus sur le rôle des effets d'agglomération tels que décrits par l'économie géographique (Gehrig, 2000), il convient, comme nous l'avons mentionné dans la première partie, de ne pas considérer les gestionnaires comme homogènes et soumis aux mêmes forces géographiques. Nous nous interrogerons donc sur les contraintes de proximité à l'œuvre pour les gérants selon le type de fonds gérés et leur organisation : fonds spéculatifs (2.2), fonds de capital-risque (2.3) et fonds de pension (2.4).

## **2.1 Le cadre d'exercice du métier de gérant d'actifs pour compte de tiers : entre le local et le global**

Derrière le terme de gestionnaire d'actifs se trouve en réalité une organisation au sens de Ménard (2004), voir *supra*). Les intermédiaires financiers qui placent sur les marchés financiers globalisés l'argent collecté auprès des épargnants individuels, des entreprises, et d'institutions financières sont des sociétés de gestion dont le statut fait l'objet d'une réglementation nationale voire supranationale dans le cas de l'Europe. Les épargnants peuvent confier leur argent au travers de mandats (comme le font les fonds de pension déléguant la gestion) ou au travers de fonds par l'acquisition de parts (gestion collective). Les fonds spéculatifs mais surtout les fonds de capital-risque sont organisés suivant une logique de partenariat; les fonds spéculatifs et les fonds de capital-risque sont contrôlés

---

<sup>7</sup>La Nouvelle Économie Géographique rend compte de l'agglomération des acteurs financiers comme le résultat de la confrontation entre des forces centripètes reposant sur l'existence d'externalités sources de rendements croissants (présence de fournisseurs spécialisés, d'un marché du travail spécialisé, des effets de débordement informationnel) au niveau du secteur et des forces centrifuges dominés par les coûts de congestion (immobilier). Cette agglomération ou *clustering*, qui est source de rendements croissants pour l'industrie financière, peut entraîner un effet de *lock-in* qui empêche les changements de localisation. Voir Capelle-Blancard et al, 2007.

<sup>8</sup> Le concept de *global cities* repose sur la concentration dans une ville des fonctions de direction et de commandement des grandes firmes pour arriver à une meilleure gestion du système économique; la forte implantation de services aux entreprises et le rôle joué par la ville dans le circuit économique mondial. Les villes globales appartiennent à un réseau qui les relie entre elles par des flux de transactions, les rendant ainsi complémentaires.

<sup>9</sup> Dans ce cas, seule l'activité de *trading* est considérée, la liquidité représentant la force centripète majeure (Gehrig, 2000).

<sup>10</sup> La question de l'échelle spatiale des centres financiers n'est pas souvent abordée ; pourtant, comme nous le verrons dans l'étude de nos acteurs, elle peut jouer un rôle. Les centres financiers internationaux ont d'abord été des centres financiers nationaux servant une clientèle nationale. C'est encore le cas aujourd'hui des centres émergents des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine). Il existe pour des pays tels que l'Allemagne ou les Etats-Unis des centres régionaux.

<sup>11</sup>Les métiers de la finance ont subi un processus d'intégration horizontale menant à la formation de conglomérats financiers réunissant activités de banque, d'assurances et opérations de marché, par le biais de prise de participation, de rachat ou de filialisation, et un processus de désintégration verticale avec un recentrage sur le cœur de métier, un recours à l'externalisation par la sous-traitance et les délocalisations (Ansidei, 2001 ; Plihon et al, 2006 ; Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007)..

par un *general partner* qui est le promoteur de fonds et qui a le statut de société de gestion (Bedu, Montalban, 2009). Le *general partner* travaille pour des *limited partners* (investisseurs institutionnels ou individuels). Dans le cas des fonds de pension, l'entreprise crée un fonds auquel elle délègue l'épargne de ses salariés ; ce fonds, qui a le statut de *trust* dans les pays anglo-saxons ou de société en Europe confie (ou gère en interne) la gestion financière à des sociétés de gestion. Au sein de ces sociétés, des gérants sont donc responsables des choix d'allocation entre les différents types d'actifs<sup>12</sup> et des décisions d'investissement dans une société. Ces décisions sont prises en faisant appel à des fournisseurs de services tels que les analystes financiers, des consultants, des juristes.

La localisation de ces gérants doit être distinguée de la domiciliation des fonds qu'ils gèrent. Ces derniers peuvent en effet être domiciliés dans un lieu différent de là où se situe la société de gestion afin de tirer profit des différences de réglementation et de fiscalité qui existent entre les différents centres financiers. C'est notamment le cas des fonds spéculatifs principalement domiciliés dans les places offshore (îles Caïmans, îles Vierges...) ou les OPCVM européens domiciliés au Luxembourg. Si la réglementation et la fiscalité sont souvent citées comme le vecteur de concurrence entre les places offshore mais aussi entre les places offshore et les centres financiers tels que Londres ou New York, il existe néanmoins une complémentarité liée au mouvement de fonds qui s'opère entre les places offshore et les places financières ; on parle dans ce cas du *business model* « onshore-offshore » qui est une décomposition du processus de production de la finance moderne (Dupuy et Lavigne 2009)<sup>13</sup>. Notons que les travaux de Sassen (1991) sur les « *global cities* » insistent également sur le fonctionnement en réseau et la complémentarité des centres financiers. Les Etats et les autorités politiques sont par ailleurs incités à promouvoir les centres offshore pour bénéficier d'un développement économique. Les places offshore sont donc construits par les acteurs politiques et financiers.

Si le choix de localisation prend en compte l'existence des cadres nationaux réglementant l'activité de gestion ainsi que la place dans le processus de production mondial, il intègre également les interactions avec les concurrents et ses partenaires. Il s'agit alors de déterminer quelles sont les relations avec les parties prenantes (investisseurs-épargnants, fournisseurs de services, entreprises financées) qui requièrent une localisation à proximité ; pour cela, il ressort de l'ensemble des travaux qu'il est nécessaire de mobiliser d'autres cadres théoriques que la NEG pour comprendre la localisation des gérants. Le fait d'appartenir à un groupe financier par exemple apparaît déterminant. Cette localisation va être mise en lien avec les logiques inhérentes à chaque type de fonds.

## 2.2 Fonds spéculatifs et liens informels

---

<sup>12</sup> Nous nous concentrerons sur l'investissement dans des actions de sociétés et analyserons donc les relations entre investisseurs et entreprises financées. L'achat d'autres actifs tels que les obligations et de produits financiers tels que les dérivés ne seront pas abordés.

<sup>13</sup> L'autre décomposition du processus de production auquel participe également le Luxembourg concerne les activités de back et de middle-office sur des produits standards qui regroupent les tâches administratives nécessaires au bon fonctionnement des opérations de marché telles que la conservation et le dépôt des titres, le règlement-livraison et les activités supports comme l'informatique et les activités de front-office en charge des opérations de marchés. Voir Ansidei, 2001 et Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007.

Tadjeddine (2009), en combinant les théories de la NEG et socio-économique, montre comment la localisation des gérants de fonds spéculatifs répond à une stratégie visant à trouver des clients et attirer des employés pour répondre à leur spécificités. En effet, les fonds spéculatifs sont caractérisés par une activité innovante intensive en connaissances et en informations dans le sens où ils cherchent à obtenir des performances déconnectées de la tendance des marchés de titres en utilisant des ventes à découvert, les produits dérivés et l'effet de levier, tout cela dans un cadre réglementaire quasiment inexistant et/ou peu transparent. Leur statut de société indépendante les a conduit à acquérir une réputation au travers de leur localisation (et non en profitant de celle de la maison-mère) et à s'ancrer dans le territoire<sup>14</sup>. Si on observe bien une concentration dans les centres financiers internationaux des gérants de fonds spéculatifs, ces derniers semblent avoir une préférence pour les quartiers huppés de ces centres, Mayfair pour Londres, Greenwich à New York, la place Vendôme et la rue Montaigne pour Paris situés en périphérie des centres financiers historiques. Les avantages liés à l'agglomération antérieure d'activités financières tels que la présence de fournisseurs spécialisés, notamment les banques d'investissement et une main d'œuvre qualifiée (anciens employés de banque d'investissement déçus) peuvent expliquer le choix des gérants pour les centres financiers. D'autant plus que si la mobilité des travailleurs est postulée dans la NEG, les travaux de Appleyard et Hall (2009) tendent à montrer l'effet inverse induit par l'éducation, proposée par les employeurs dans le cadre de la formation continue. Elle produirait et reproduirait des élites contingentes à l'organisation et aux territoires plutôt que des élites homogènes et transnationaux. Mais ce qui explique la localisation dans les quartiers huppés des entres financiers a plus affaire avec la socio-économie et l'économie urbaine en lien avec le statut organisationnel des gérants. Mayfair, dans le cas anglais, était le lieu où était localisée la clientèle privée, cible traditionnelle des gérants de fonds spéculatifs. La localisation répond à la volonté d'attirer les employés grâce aux aménités urbaines et aux moyens de transport caractérisant les quartiers huppés. Ce n'est pas la minimisation des coûts immobiliers qui est recherchée puisque étant localisés dans les quartiers chers - l'achat d'un immeuble peut représenter un investissement foncier de plus pour les gérants - mais la nature des locaux et leur disponibilité. Dans le même temps, cette localisation représente un moyen d'obtenir la confiance des clients. L'indépendance des sociétés de gestion en termes organisationnels ainsi que l'opacité de leur activité les amènent à considérer leur localisation comme un moyen de se signaler auprès de futurs clients, la localisation représentant pour les clients la seule information disponible. Dans le cas de Mayfair apparaît une autre dimension, à savoir la fréquentation des clubs privés où se retrouvent les élites londoniennes, permettant de bénéficier de liens faibles et informels qui favorisent la circulation d'informations et de connaissances peu formalisées.

Cependant, le besoin de diversification et la montée en puissance des fonds mutuels ont permis également aux fonds spéculatifs de diversifier leur clientèle. Ainsi, les clients fortunés ne représentent que 40% en 2006 du capital des *hedge funds* contre 61% en 1997 (Aglietta et Rigot, 2009). Ce

---

<sup>14</sup> Ce qui est visible dans le cas de Greenwich près de New York, dénommée « Hedgistan » ou « Hedge Fund City » ; cela rappelle dans le secteur des hautes technologies la Silicon Valley.

changement de cible marque le passage d'un statut proche de la banque privée à celui de société de gestion (Tadjeddine, 2009). On observe également une intégration des *hedge funds* dans des groupes financiers tels que des banques et des compagnies d'assurance. Comme le montre Tadjeddine (2009), il existe une différence de localisation entre les sociétés indépendantes et les sociétés appartenant à un groupe financier lié au besoin d'être à proximité de la maison-mère ; les gérants indépendants se trouveraient au cœur des villes, ceux appartenant à un centre financier en périurbain<sup>15</sup>. Cette intégration grandissante ainsi que le changement de clientèle montre la certaine maturité de l'industrie, pouvant mener à une logique spatiale différente des gérants de fonds spéculatifs dans le futur.

Cette analyse s'inscrit dans la lignée des travaux montrant qu'une part importante de l'information nécessaire à l'activité sur les marchés financiers n'est pas facilement transférable d'un espace à un autre, ce qui donne une importance aux relations financières locales et informelles (*soft information*). Les travaux socio-économiques de Tadjeddine montrent que la *soft information* intervient dans la phase de collecte des fonds et donc pas seulement dans l'évaluation de la firme dans laquelle investir comme le souligne la théorie financière. On remarquera par ailleurs que cette dernière n'intervient pas dans l'analyse de Tadjeddine. Par l'activité des fonds spéculatifs, on comprend alors la définition des centres financiers au sens de Gehrig (2000) comme l'agrégation de flux d'informations complexes et difficilement transmissibles à distance, même si cette définition ne nous permet pas d'appréhender l'ensemble des mécanismes de localisation des acteurs à l'œuvre.

### **2.3 Les fonds de capital-risque: une proximité géographique temporaire?**

Si la circulation d'informations et de connaissances peu formalisées jouent également pour les gérants de fonds de capital-risque, ces derniers privilégient une proximité géographique avec les entreprises qu'elles financent et les relations avec les investisseurs potentiels de fonds s'effectuent davantage au sein de réseaux que sur un espace délimité (les quartiers huppés dans le cas des fonds spéculatifs). Connus comme une autre forme d'investissement alternatif, les fonds de capital-risque permettent à des investisseurs tels que des individus, des fonds de pension...de réaliser un placement dans des petites firmes innovantes et de haute technologie sans avoir les compétences pour le faire. Les marchés de capital-risque sont donc vus comme un sponsor de la R&D ou comme une alternative régionale aux bourses nationales (Klagge et Martin, 2005). Ils sont donc essentiellement traités dans la littérature portant sur les clusters<sup>16</sup> de haute technologie. La nature risquée et tacite des activités de haute technologie des firmes de capital-risque implique une intensité relationnelle entre l'entreprise et les investisseurs. Les gérants font plus que d'apporter de l'argent, ils jouent un rôle-clé dans le fonctionnement même de la firme financée. La relation entre le fonds et l'entreprise-cible peut ainsi

---

<sup>15</sup>Les gérants de *hedge funds* indépendants se localiseraient dans le Mayfair tandis que les filiales de conglomérats se situeraient sur la place bancaire londonienne (Canary Wharf). Pour Paris, les sociétés indépendantes se situeraient dans le centre parisien, près des Champs-Élysées (8<sup>ème</sup> arrondissement) tandis que les filiales de conglomérats seraient localisées à la Défense (Tadjeddine, 2009).

<sup>16</sup> Pour Porter (1990), un cluster est « un groupe géographiquement proche de firmes et d'institutions associées, interconnectées au sein d'un champ particulier et liées par des éléments communs et des complémentarités ».

nécessiter que les gérants du fonds soient localisés à côté des firmes financées et encastrées dans la communauté entrepreneuriale locale (clusters), et donc entraîner une proximité géographique entre les acteurs et une dispersion à l'échelle nationale. Les firmes de capital-risque doivent également collecter un volume de fonds suffisant pour investir dans les firmes innovantes et approfondir leurs compétences dans le choix de la firme-cible pour acquérir une réputation favorable leur permettant d'attirer encore plus d'investisseurs. La distribution régionale des firmes de capital-risque suit alors le schéma régional de la demande pour les titres risqués ainsi que celui des firmes innovantes. Cela se vérifie dans le cas de la Grande-Bretagne et de l'Allemagne (Klagge et Martin, 2005). Les firmes de capital-risque tendent à se localiser à proximité de la demande pour du capital risque et des taux de formation et de croissance élevée de PME. Elles renforcent en retour la forte demande pour du capital risque. Le manque de clusters constitués de petites entreprises innovantes ne fait que renforcer la faible demande. Ainsi, la localisation des firmes entrepreneuriales dépend de la localisation des apporteurs de fonds que représentent les firmes de capital-risque qui, elles, se localisent en fonction des autres acteurs financiers, qui leur permettront de trouver d'autres opportunités d'investissement. Par conséquent, la distribution des investissements est corrélée avec la localisation des firmes de capital-risque. Ce schéma d'auto-renforcement spatial se vérifie pour la Grande-Bretagne et pour l'Allemagne. Mais il mène à deux structures différentes de localisation des gérants et des investissements en lien avec la structure nationale du système financier, un système centralisé autour de Londres et du Sud-Est de la Grande-Bretagne et un système organisé autour de sept centres financiers régionaux pour l'Allemagne. Nous noterons, dans le cas allemand, la possibilité d'une dispersion des activités de capital-risque au niveau national et une concentration autour de centres régionaux.

Cependant, Martin et al (2002) n'excluent pas la possibilité d'une différence entre la source des fonds et leur destination; la corrélation entre les deux dépend de la structure organisationnelle des firmes de capital-risque et en particulier s'ils disposent d'infrastructures régionales (agences locales, filiales) et si elles sont prêtes à collaborer avec des petites firmes régionales. Ces conditions questionnent finalement la constitution de réseaux entre les firmes de capital-risque et la pratique de la syndication (c'est-à-dire la prise de participation simultanée de plusieurs firmes de capital-risque dans une même cible située à un stade d'évolution particulier). Sorenson et Stuart (2007) montrent les conditions sous lesquelles une firme de capital risque co-investit avec d'autres firmes qui sont distantes, aussi bien en termes géographique qu'en termes de spécialisation industrielle dans une entreprise innovante. Ce co-investissement dépend de caractéristiques de la firme-cible, c'est-à-dire la popularité récente que représente l'investissement dans l'industrie et la région de l'entreprise-cible, la maturité de la cible, la taille du groupement de firmes de capital risque prêt à investir et la densité des relations entre les membres du groupement. Le co-investissement peut aussi dépendre de facteurs sociaux favorisant les relations à distance : le changement de préférences des acteurs, le degré d'homophilie (une des quatre raisons souvent évoquées dans la littérature sur les réseaux sociaux) qui lui-même dépend du degré de risque que représente la cible, de la confiance dans les partenaires. Ainsi, l'appartenance à un réseau de syndication peut permettre de pallier l'absence de proximité géographique entre les

firmes de capital-risque. Mais elle peut se combiner à la proximité géographique en permettant aux firmes de capital-risque de trouver des opportunités d'investissement (intégration à un réseau économique local) mais aussi de nouvelles sources de financement (intégration à des réseaux sociaux avec d'autres financiers) (Sunley et al, 2005). Ces sources de financement sont également liées au développement de l'ensemble des investisseurs institutionnels de chaque pays ; ainsi, les fonds de pension dont l'industrie est la plus développée en Suède et en Grande-Bretagne vont être les principaux apporteurs de fonds de capital-risque dans ces pays; en Allemagne ce seront les banques (Martin et al, 2002).

Enfin, la concentration géographique observée empiriquement entre les firmes innovantes et les firmes de capital-risque doit être relativisée selon l'étape dans le cycle de vie des firmes et des fonds eux-mêmes (Powell et al, 2002). Il s'agit de savoir les raisons qui poussent les fonds à décider de financer des firmes non locales, au-delà de l'existence d'infrastructures régionales. Dans le cas des biotechnologies, au fur et à mesure que les firmes deviennent matures, la nécessité de se localiser à côté des autres acteurs diminue puisque des liens extra-locaux sont en train de se développer (Powell et al, 2002). De même, les fonds de capital-risque voient leurs contraintes de localisation évoluer en même temps qu'ils acquièrent maturité et expérience; ils sont plus aptes à financer des entreprises non locales qui présentent des risques élevés. Ainsi, les firmes innovantes, dans les premières phases de leur cycle de vie, ont un besoin de proximité géographique vis-à-vis du fonds de capital-risque, cela étant notamment lié au rôle joué par les gérants. Néanmoins il semble que les firmes soient capables de s'éloigner géographiquement de leurs apporteurs de fonds en substituant à la proximité physique une logique de réseau. D'autre part, la proximité géographique des entreprises de biotechnologies américaines avec leurs financeurs peut être mise en lien avec les cycles boursiers. Lors des bulles financières, le lien local dans la relation de financement peut avoir tendance à se désencastrier et on peut aussi assister parallèlement à des effets d'éviction. En situation de bulle, les investisseurs mimétiques peuvent se diriger vers des régions emblématiques qui polarisent alors les flux financiers aux dépens d'autres régions qui doivent faire plus appel aux financeurs locaux. Dupuy et Gay (2009) montrent comment la Californie attire les investisseurs non locaux lors des booms financiers ou technologiques aux dépens des autres Etats américains ; pour d'autres régions tels que le Massachusetts, les investisseurs locaux devront financer les biotechnologies dans ces périodes. La relation de proximité entre les investisseurs et les entreprises financées ne se vérifie donc pas en période de bulle pour les firmes californiennes.

Ces travaux nous permettent de relâcher la contrainte de proximité entre les firmes de capital-risque et les entreprises innovantes et de montrer que la localisation des gérants ne semble pas déterminée par les relations avec les autres gérants, la formation de réseaux avec d'autres gérants ne requérant pas nécessairement une proximité géographique.

#### **2.4 Les gérants des fonds de pension: l'impact spatial de l'allongement de la chaîne de valeur**

La nature innovante des deux précédents types de fonds permet d'appliquer les cadres de la localisation des firmes innovantes qui se sont multipliés ces dernières années. Dans le cas des fonds de pension, il nous semble que la clé d'analyse réside dans la compréhension du processus de délégation. Cela suppose une entrée plus fonctionnelle que spatiale, contrairement à ce qui a été fait précédemment. En effet, la gestion financière des fonds de pension est la plupart du temps déléguée à des *money managers* ou *investment company*<sup>17</sup> ; c'est la localisation de ces acteurs qu'il s'agit de comprendre.

Clark (2000) montre que la configuration spatiale des gérants dépend du choix en termes de modalités de gestion (déléguée ou non, nombre de gérants choisis) ainsi que de la taille du fonds. Ce choix est réalisé par les *trustees* (définis en partie 2.1) dans le cas des fonds anglo-saxons qui font appel pour cela à des consultants et des analystes en fonction de trois problèmes propres à l'industrie de gestion : incertitude quant aux rendements, contrôle du processus d'investissement et poursuite effective des objectifs du fonds. Cette analyse s'inscrit dans la lignée des approches néo-institutionnalistes sur les coûts de transaction. Le degré de dépendance vis-à-vis des consultants va également jouer un rôle. La concentration observée dans les centres financiers résulte de la domination d'un modèle caractérisé par des fonds collectant un large volume et gérés par une multitude de gérants. Cela implique des relations plutôt de court terme entre les *trustees* et ces gérants, laissant ainsi aux consultants un rôle majeur. Pour Clark (2000), cela implique qu'il existe un marché développé de consultants, qui se situent dans les centres financiers (qui peuvent être régionaux dans le cas des Etats-Unis). De plus, contrairement aux fonds spéculatifs, il n'y a pas de contrainte de proximité entre les *money managers* et les épargnants. Comme le montre Theurillat et al (2007), l'épargne est collectée de manière homogène puisque dépendant de la répartition spatiale des emplois. La possibilité de gérants localisés en-dehors des centres serait liée pour Clark (2000) aux fonds gérés en interne, basés sur un système hiérarchique et des relations d'emploi stables ; néanmoins les vagues de fusions et d'acquisitions qui ont concerné les entreprises ont entraîné l'établissement des sièges sociaux dans les centres financiers et avec eux celui des *trustees* et gérants internes. En effet, les *trustees* et l'ensemble des personnes en charge de la gestion administrative sont localisés à proximité des sièges sociaux des employeurs qui sont les initiateurs des fonds<sup>18</sup> (Theurillat et al, 2007). La localisation centrale des gérants est également vérifiée dans le cas des fonds de pension suisses Theurillat et al (2007) ; ces gérants sont essentiellement des banques nationales. Pour Dow (1999), la dérégulation financière a en effet entraîné une plus grande concentration des banques avec le déplacement de ces activités de crédit vers celles de titrisation. Cependant, les travaux de Bodenman (2004) portant sur la ville de Philadelphie entre 1983 et 2003 montrent une tendance au déplacement des gérants dans l'aire métropolitaine, du cœur vers l'extérieur – on parle alors de suburbanisation- , montrant ainsi une certaine dispersion des activités

---

<sup>17</sup> Les *money managers* peuvent gérer également des fonds mutuels de type OPCVM ; il faudrait approfondir l'analyse en étudiant les contraintes liées à la gestion collective sous la forme d'OPCVM.

<sup>18</sup> Dans le cas de fonds de pension publics, elle serait située près du siège des autorités nationales.

intensives en information. Il observe également la forte présence de sociétés de gestion de fonds indépendantes.

L'industrie des fonds de pension ne peut être réduite à un petit nombre de configurations spatiales (Clark, 2000), cela étant notamment liée au choix du processus de délégation, qui augmente la longueur des circuits financiers (Theurillat et al, 2007). L'étude de Clark (2000) nous montre surtout l'intérêt d'analyser la filière spécifique des fonds de pension pour ensuite expliquer la localisation.

Finalement, si les effets d'agglomération jouent dans le choix de localisation des gérants de fonds, il faut aller plus loin en regardant les mécanismes qui ont une influence sur l'activité selon le type de fonds gérés. La concentration au sein des centres financiers ne répond pas seulement à la recherche d'économies d'agglomération, elle est à mettre en lien avec l'encastrement dans des réseaux, avec l'évolution des cycles de vie ou avec les choix d'organisation. Ces comportements dépendent du type de fonds. De plus, l'accent ne doit pas seulement être mis entre l'entreprise financée et le gérant et les contraintes informationnelles qui en découlent, comme insiste notamment la théorie financière ; d'autres relations sont déterminantes.

## **Conclusion**

Finalement, cette revue de littérature nous permet d'affirmer que la finance globalisée a une géographie. D'abord les marchés financiers s'inscrivent dans un *design* institutionnel qui influence les comportements de placement des investisseurs institutionnels, le biais domestique résulterait ainsi d'une construction institutionnelle (liée aux règles du marché) voire organisationnelle (liée à l'organisation spatiale de l'industrie de la finance) ; il influence aussi la domiciliation des fonds comme le montre le débat récurrent sur les paradis fiscaux. L'enjeu des recherches futures, comme le montrent Hau et Rey (2008), est de mieux comprendre en quoi l'organisation de la finance mondiale influence la géographie des flux financiers. L'intense mouvement de fusions-acquisitions de ce secteur ainsi que de filialisation a semble-t-il joué un rôle central dans la diffusion des normes, des produits financiers et des activités financières mais cette étude dynamique des localisations doit être approfondie. L'autre chantier de recherche est d'analyser le rapport des activités financières aux territoires. La complexité des métiers de la finance conduit naturellement à ne pas rechercher une seule explication aux localisations des acteurs financiers, c'est l'apport majeur de Tadjedine (2009). L'analyse de la complexité spatiale de ces métiers reste à faire en intégrant notamment la spatialisation de marchés peu étudiés (comme les marchés dérivés). La difficulté d'un tel travail consiste à ne pas surestimer l'enracinement local de ces activités pourtant très concentrées spatialement. L'apport des catégories analytiques de l'économie industrielle et spatiale (Ecole de la Proximité) peut être utile s'il conduit à ne pas négliger le fait que ces activités s'inscrivent d'emblée dans un espace institutionnel (normes et conventions) se situant au niveau global. La géographie de la finance décrit un espace cosmopolite au sens d'Ulrich Beck (2006), c'est-à-dire un espace

« d'interdépendances que les hommes densifient et qui produit des risques dont ils subissent les conséquences ; c'est un processus non linéaire [ ] dans lequel le global et le local doivent être appréhendés non pas comme des polarités culturelles, mais comme des principes étroitement liés et imbriqués l'un dans l'autre ».

## Bibliographie

Aglietta M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, collection Bibliothèque Economie, Paris.

Aglietta M., Rigot S., 2009, « Hedge funds, marchés financiers et régulation », in *La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques règlementaires*, Contrat AMF-EconomiX, dirigé par M. Boutillier, pp.157-254.

Ahearne A.G., Grier W.L., Warnock F., 2001, « Information costs and home bias : an analysis of US holdings of foreign equities », *International finance Discussion Paper*, Board of governors of the federal reserve system, n°91.

Albert M., 1991, *Capitalisme contre capitalisme*, Le Seuil, collection L'Histoire immédiate, Paris.

Amable B., 2003, *The diversity of modern capitalism*, Oxford University Press, Oxford.

Ansidei J., 2001, *Les centres financiers internationaux*, Economica, collection Recherche en gestion, Paris.

Appleyard L., Hall S., 2009, « City of London, city of learning ? Placing business education within the geographies of finance », *Journal of economic geography*, vol.9, n°5, pp. 597-617.

Auvray T., Granier C., 2009, « La crise financière en Europe : vers une convergence des modèles de détention actionnariale », in Dupuy C., Lavigne S., *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, collection Les études, Paris, pp. 79-96.

Bebchuk L.A., Kraaman R., Triantis G., « Stock pyramids, cross-ownership and dual-class equity : the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights », in Morck R., (eds), *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago press, Chicago, pp 445-460.

Beck U., 2006, *Qu'est-ce que le cosmopolitisme ?*, Aubier, collection Alto, Paris.

Bedu N., Montalban M., 2009, «La géographie mondiale du capital-investissement », in Dupuy C., Lavigne S., *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, collection Les études, Paris, pp. 97-110.

Bhide A., 1993, « The hidden costs of stock market liquidity », *Journal of financial Economics*, vol. 34, n°1, pp. 31-51.

Bodenman J.E., 2004, « The Organizational Structure & Spatial Dynamics of Investment Advisory Services: The Case of Metropolitan Philadelphia, 1983-2003 », *The industrial Geographer*, vol. 2, n°2, pp. 128-146.

Capelle-Blancard G., Crozet M., Tripier F., 2007, « La localisation des activités financières en Europe », *Consolidation mondiale des bourses*, Rapport du CAE, La Documentation Française, pp. 129-156.

- Capelle-Blancard G., Tadjeddine Y., 2007, « Les places financières : désintégration, suburbanisation et spécialisation », *Revue d'économie financière*, n° 90, pp.93-116.
- Chan K., Covrig V., Ng L., 2005, "What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual funds equity allocations worldwide", *The journal of finance*, vol. 60, n°3, pp. 1495-1537.
- Clark G.L., 2000, "The functional and spatial structure of the investment management industry", *Geoforum*, vol. 31, n°1, pp 71-86.
- Clark G.L., Wojcik, D., 2007, *The geography of finance: Corporate governance in the global Marketplace*, Oxford University Press, Oxford.
- Coval J.D., Moskowitz, T.J., 1999, "Home bias at home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios", *Journal of Finance*, vol. 54, n°6, pp. 2045-2073.
- Coval J.D., Moskowitz T.J., 2001, "The geography of investment: informed trading and asset prices", *Journal of political economy*, vol. 109, n°41, pp 811-841.
- Dahlquist M., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., 2003, "Corporate Governance and the Home Bias", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n°1, pp. 87-105.
- Dow S., 1999, "Stages of Banking Development and the Spatial Development of Financial System", in R Martin, (eds.), *Money and the Space Economy*, Wiley, New York, pp. 31-48.
- Dupuy C., Lavigne S., 2009, "La crise de l'hégémonie financière américaine: vers l'émergence d'un nouvel équilibre mondial", in Dupuy C., Lavigne S., (eds), *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, collection Les études, Paris, pp. 49-64.
- Dupuy C., Lavigne S., Nicet-Chenaf D., 2010, « Portfolios turnover of key actors in capitalism : when geography matters », *Economic Geography*, January, 1-2010.
- Dupuy C., Gay B., 2009, « Bulles technologiques et localisation des financeurs et des compagnies de biotechnologie aux Etats-Unis (1988-2008) », in Dupuy C., Lavigne S., (eds), *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, collection Les études, Paris, pp. 125-137.
- Dyck A., Zingales L., 2004, « Private benefits of control: an international comparison », *Journal of finance*, vol. 59, n°2, pp. 537-600.
- French K., Poterba J., 1991, "Investor Diversification and International Equity Markets", *The American Economic Review*, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of the American Economic Association, vol. 81, n°2, pp. 222-226.
- Friedman T.L., 2005, *The World is Flat. A brief History of the Twenty-First Century*, Farrar, Straus and Giroux.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K., 2000, "Shareholder Value and Financialization: Consultancy promises, management moves", *Economy and Society*, vol.29, n°1, pp. 80-110.
- Gehrig T., 2000, "Cities and the geography of financial centres", in Huriot J-M., Thisse J-F., (eds), 'The economics of cities, theoretical perspectives', Cambridge University Press, Cambridge, pp. 415-445.
- Gourevitch P.A., Shinn J., 2005, *Political power and corporate control, the new global politics of corporate governance*, Princeton University Press, Princeton.
- Grinblatt M., Keloharju M., 2001, "How distance, language and culture influence stockholdings and trade", *The journal of finance*, vol.56, n°3, pp.1053-1073.

- Hall P.A., Soskice D., 2001, *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Hau H., Rey H., 2008, "Home bias at the fund level", *American economic review*, vol. 98, n°2, pp. 333-338.
- Huberman G., 2001, "Familiarity breeds investment", *The Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 3, pp. 659-680.
- Kindleberger C.P., 1974, "The formation of financial centres: a study in comparative economic history", *Princeton Studies in International Finance*, vol 36, pp. 1 -78.
- Kho B.C., Stulz R.M., Warnock F.E., 2009, "Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias", *Journal of Accounting Research*, vol 47, n°2, pp. 597-635.
- Klagge B., Martin R., 2005, "Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets", *Journal of Economic Geography*, vol. 5, n°4, pp. 387-421.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1997, « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n°3, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny R., 2000, « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°1, pp. 3-27.
- Lee J.Y., 2009, « Le maintien de la diversité du capitalisme en Asie », in Dupuy C., Lavigne S., (eds), *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, collection Les études, Paris, pp. 67-78.
- Lewis K., 1999, « Trying to explain home bias in equities and consumption », *Journal of economic literature*, vol.37, pp 571-608.
- Martin, R., Minns, R., 1995, "Undermining the financial basis of regions: the spatial structure and implications of the UK pension Fund system", *Regional Studies*, vol. 29, n°2, pp. 125-144.
- Martin R., Sunley P., Turner D., 2002, "Taking risks in regions: the geographical anatomy of Europe's emerging venture capital market", *Journal of Economic Geography*, vol. 2, n°2, pp. 121-150.
- Ménard C., 2004, *L'économie des organisations*, La Découverte, collection Repères, Paris.
- Morin F., 1984, *Théorie économique du patrimoine*, Ellipses, Paris.
- O' Brien R., 1992, *Global Financial Integration, the End of Geography*, Pinter, collection Royal Institute of International Affairs, Londres.
- Orléan A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- Parwada J.T., 2008, "The genesis of home bias? The location and portfolio choices of investment company start-ups", *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 43, n°1, pp. 245-266.
- Plihon, D., Couppey-Soubeyran J., Saïdane D., 2006, *Les banques acteurs de la globalisation financière*, La Documentation Française, collection Les études, Paris.
- Pike, A., 2006, "Shareholder value versus the regions: the closure of the Vaux Brewery in Sunderland", *Journal of Economic Geography*, vol.6, n°2, pp. 201-222.
- Poon J.P.H., 2003, « Hierarchical Tendencies of Capital Markets Among International Financial Centres », *Growth and Change*, vol. 34, n°2, pp. 135-156.
- Porter, M., 1990, *The competitive advantage of nations*, The Free press, New York.

- Portes, R., Rey, H., 2005, "The determinants of cross-border equity flows", *Journal of International Economics*, vol. 65, n°2, pp. 269-296.
- Powell W.W., Koput K.W., Bowie J.I., Smith-Doerr L., 2002, "The spatial clustering of science and capital: accounting for biotech firm-venture capital relationship", *Regional studies*, vol. 65, n°3, pp. 291-305.
- Roe M., 2003, *Political determinants of corporate governance : political context, corporate impact*, New York-Oxford University Press.
- Sassen S., 1991, *The global city: New York, London, Tokyo*, Princeton University Press, Princeton.
- Shiller R.J., 1993, *Macro Markets, creating institutions for managing society's largest economic risks*, Oxford University Press, Oxford.
- Sorenson O, Stuart T., 2008, "Bringing the Context Back in : Settings and the Search for Syndicate Partners in Venture Capital Networks", *Administrative Science Quarterly*, vol. 53, pp. 266-294.
- Sunley P., Klagge B., Berndt C., Martin R., 2005, "Venture capital programmes in the UK and Germany: in what sense regional policies?", *Regional Studies*, vol. 39, n°2, pp. 255-273.
- Tesar, L., Werner, I., 1995, "Home Bias and High Turnover", *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, pp. 467-493.
- Tadjeddine Y., 2009, "Localisation urbaine et européenne des *hedge funds* (Londres, Paris, Genève), La dynamique des liens faibles », in *La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires*, Contrat AMF-EconomiX, dirigé par M. Boutillier, pp.105-143
- Theurillat., Corpataux J., Crevoisier O., 2007, "La dynamique de l'industrie financière, une approche territoriale à partir des fonds de pension suisses", GRET Working Paper 03.
- Warnock F. E., 2002, "Home Bias and High Turnover Reconsidered", *Journal of International Money and Finance*, vol. 21, pp. 795–805.