

LES STYLES DES GERANTS D'OPCVM ACTIONS FRANÇAISES EN 2003 (*)

Catherine Aaron (SAMOS, Paris I), Isabelle Bilon (FORUM, Paris X),
Sébastien Galanti (FORUM, Paris X), Yamina Tadjeddine (FORUM, Paris X)¹

Cet article propose une classification et une analyse des styles de gestion fondée sur un questionnaire adressé aux gérants d'OPCVM actions France courant printemps 2003. Nous proposons de caractériser les styles principaux du marché français (indiciel, stock picking, quantitative, growth, value et sectoriel) en fonction (1) de la façon dont sont sélectionnées les valeurs, (2) du type d'utilisation de l'indice de référence (benchmark). On obtient six groupes de fond, dont on peut cerner les caractéristiques en termes de sources d'information retenues ou d'impact potentiel sur le marché, et dont on peut tester les performances comparées.

Mots Clefs : *Fonds mutuels, styles de gestion, marché d'actions, enquête statistique, analyse de données.*
Classification JEL : C42, G11, G23

Introduction :

Le renouvellement de l'approche économique de la finance passe par l'analyse des comportements effectifs des acteurs. Que ce soit à travers les marchés expérimentaux, la finance comportementale ou l'économétrie de panel, de nombreux résultats empiriques sont venus confirmer ou infirmer certains postulats de la théorie économique de la finance. Notre article poursuit ce travail d'investigation sur les acteurs de la finance, en tentant d'explicitier certains comportements décisionnels récurrents déployés par les gérants de fonds d'épargne collective.

L'analyse des modalités effectives de sélection des titres par les gérants de fonds a longtemps paru sans fondement pour les économistes. En effet, la grande majorité de la finance académique admettait l'hypothèse d'efficacité des cours. Or l'efficacité induit l'impossibilité de réaliser un profit moyen supérieur à la rentabilité du marché. La stratégie optimale pour des investisseurs consistait donc à adopter une gestion dite passive, le portefeuille de titres devant se placer sur la frontière d'efficacité. L'étude par les économistes des choix des fonds collectifs suit la remise en cause théorique et économétrique de l'efficacité. Depuis une vingtaine d'années, on a assisté à l'émergence d'une littérature très importante sur la question de la gestion active et des performances comparées des fonds. Usuellement, l'outil économétrique est seul mobilisé. Depuis une dizaine d'années, le débat est devenu plus comportemental et vise à caractériser précisément les modalités de sélection d'actifs. La question n'est plus alors de démontrer l'existence de gestion active mais bien d'expliquer les facteurs qui influencent la décision des gérants.

Les études comparant les performances des fonds d'épargne collectives ne manquent pas, y compris sur les OPCVM (*mutual funds* aux Etats-Unis). Ces études comparent les rendements de différents types d'OPCVM, suivant certaines caractéristiques telles que : la taille du fonds, la part investie en petites et moyennes entreprises, etc. C'est le cas notamment de Grinblatt, Titman, et Wermers [1995], Goetzmann, et Massa [2000] ou Chan, Chen, et Lakonishok [2002]. Ces derniers proposent de classer les fonds américains (base Morgan Stanley) suivant la part consacrée aux titres de croissance ou de valeurs décotées, aux titres dont les cours ont connu récemment une forte croissance ou au contraire une baisse et enfin aux titres de grande ou petite capitalisation. En croisant ces trois facteurs, les auteurs justifient

¹ **Correspondance** : Y.Tadjeddine ou S.Galanti, Université Paris X-Nanterre, (FORUM Bât K), 200 Avenue de la République, 92001 Nanterre cedex. Tel/Fax : 01 40 97 78 86. Mèl : y.tadjedd@u-paris10.fr ou sebastien.galanti@u-paris10.fr

(*) **Remerciements**. Nous tenons à remercier M.Boutillier, I.Laudier et la Fondation Caisse des Dépôts et des Consignations pour la Recherche ; M.Aglietta, V.Bignon, R.Breton, N.Meisel et les participants au Séminaire MINI-FORUM (Paris X, dec. 2003) ; A.Abou, S.Lardic, V.Mignon et les participants au *Colloque Econométrie des valeurs boursières de l'Association d'Econométrie Appliquée (AEA)* (Paris, avr. 2004), à l'ensemble des participants au Séminaire *Social Studies of Finance Association* (IEP, Paris, janv. 2004), J-B.Desquilbet, H.Nguyen, J-P.Pollin, A-G.Vaubourg, aux participants au Séminaire du LEO (Orléans, avr. 2004), D.Bourghelle, J.Folens et les participants au *1^{er} Workshop Regards croisés sur la Finance* du CLAREE-CERF (IAE Lille 1, mai 2004), P.Artus, J-P.Berdot, D.Goyeau, J.Léonard, G.Prat, et les participants à la session « choix de portefeuille » du *Colloque du GdR Economie Monétaire et financière* (Nice, juin 2004).

l'existence de styles fondés sur des comportements différents de sélection d'actifs. L'objectif de leur article est de déterminer les critères pouvant expliquer la rentabilité observée des fonds.

Plus rares sont les études qui cherchent à isoler et à définir expressément des styles de *gestion*. Le style de gestion désigne un ensemble de pratiques du ou des gérant(s) chargé(s) de gérer le fonds. Notre article s'intéresse précisément à ces pratiques.

L'originalité de notre travail réside dans la proposition d'une classification des pratiques fondée sur l'empirie. Cette démarche est rendue difficile du fait d'une part de l'absence en théorie économique de définitions explicites et formelles des styles et *a contrario* de la multiplicité des pratiques profanes. Notre travail a d'abord cherché à fonder théoriquement cette notion de styles de gestion, afin de rendre compte des comportements effectifs des acteurs. Sur cette base, il sera plus aisé de comprendre la répercussion sur le marché financier de l'adoption de certains styles de gestion².

Pour cela, nous avons opté pour un questionnaire, adressé aux gérants français d'OPCVM actions France. Des questionnaires ont déjà été menés aux Etats-Unis (Shiller [1989]) et en France (Demarchi, Thomas [1997], Serret [2002]). Certains ont mis l'accent sur la nature des signaux utilisés effectivement par les gérants (Shiller), d'autres (Serret) ont cherché à déterminer les variables non économiques (organisationnelles, expérience, techniques utilisées) qui influençaient les pratiques. Nous avons choisi de nous inspirer de ces travaux en vue de caractériser les styles, à savoir le(s) segment(s) du marché choisi(s), la nature des signaux retenus, la fréquence d'intervention sur le marché, le façon de sélectionner les titres, ...

Nous avons repris cette technique en cherchant à faire révéler aux gérants les critères qu'ils utilisaient pour sélectionner des titres, mais aussi la façon dont eux même qualifiait leur style. Tout questionnaire est limité par le fait qu'il ne recueille que ce que les enquêtés veulent bien répondre. En particulier, les gérants se revendiquent toujours d'un certain type de gestion. Le problème est que ces définitions « profanes » du style de gestion par les professionnels sont très diverses, voire parfois contradictoires d'un gérant à l'autre. A la limite, une observation rigoureuse conclurait qu'il y a autant de styles que de gérants.

C'est pourquoi, il a été nécessaire d'élaborer, à partir des réponses au questionnaire, ce que l'on nommera un style « théorique », parce que déterminé par les réponses des gérants à un ensemble de questions sur leurs pratiques de gestion. Nous caractérisons un style par (a) la façon dont les gérants sélectionnent les valeurs et (b) l'objectif contractuel qui lie le fonds à un indice de référence (*benchmark*). Nous avons distingué six styles (nommés « indiciel », « quantitatif », « stock-picking », « growth », « value », « sectoriel »), désignant des fonds à pratiques similaires. Ces définitions peuvent être fortement distinctes de ce que les gérants entendent par ces mêmes termes.

Sur cette base, nous avons cherché à déterminer ce qui distinguait ces six styles empiriquement (à travers les réponses données dans le questionnaire). Par exemple, nous avons cherché à savoir si l'adoption d'un style modifiait la vitesse de rotation du portefeuille, le recours à certaines techniques de décision (analyse technique, critères fondamentaux,...). *In fine*, nous obtenons six groupes d'OPCVM ayant des caractéristiques propres.

Dans cet article, nous distinguerons trois ensembles de paramètres : les variables de structure (âge, expérience, rattachement du gérant,...), les sources d'informations utilisées et enfin les conséquences de l'adoption d'un style (marchés de prédilection, activisme, ...). De la sorte, nous précisons les spécificités de chaque style et son impact potentiel sur le marché. Les hypothèses comportementales visant à caractériser les fonctions de demande des gérants opposent traditionnellement fondamentaliste/chartiste ou gestion active/ passive. Le recours au questionnaire nous a permis d'affiner ces hypothèses comportementales.

Nous commencerons par rappeler la nature et la fonction d'un OPCVM actions (I), avant de détailler la méthodologie du questionnaire que nous avons envoyé (II). Ensuite nous précisons la définition des styles retenue (III) et les résultats obtenus (IV), avant de comparer les performances par style (V). Enfin, la dernière partie (VI) s'attachera à souligner les perspectives de ce travail, en particulier sur moyens économétriques de classifier les fonds.

² Voir Annexe 1.

1. La gestion des OPCVM actions

1.1 Nature et fonction de l'OPCVM

Un OPCVM est un fonds d'épargne collective. On peut souscrire des parts (lorsqu'il s'agit d'un FCP) ou des actions (si c'est une Sicav) de ce fonds afin d'effectuer un placement en valeurs mobilières. On se limitera ici aux fonds classés OPCVM « actions françaises ». Selon l'AMF³, un fonds est classé « actions » lorsqu'il contient au minimum 75% d'actions, et « actions françaises » lorsqu'il contient 60% d'actions de droit français (voir tab. I pour les marchés où interviennent les gérants interrogés)⁴.

Les parts ou actions peuvent être souscrites à leur prix de marché, que l'on nomme *Valeur Liquidative* (VL). Pour calculer cette VL, on estime la valeur de la totalité du portefeuille : le nombre d'actions multiplié par leurs cours du jour. On obtient *l'encours, ou actif net*. La VL est simplement l'actif net divisé par le nombre de parts ou d'actions d'OPCVM détenus par les souscripteurs. La variation de la VL donne donc le rendement de l'OPCVM. Quant à l'actif net ou encours, il varie avec le cours des titres en portefeuille (effet-prix), mais aussi avec le nombre de part ou d'actions de Sicav détenues par le public (effet-collecte).

Le portefeuille est géré par une *société de gestion*, au sein de laquelle un gérant ou une équipe de gestion décide des achats ou ventes de titres. Les titres et liquidités de l'OPCVM sont placés auprès d'un *dépositaire* (le plus souvent, une banque), et le produit est commercialisé par un *promoteur* ou distributeur. Ces trois acteurs peuvent relever de la même institution, ou d'institutions différentes.

La rémunération de la société de gestion vient des *frais de gestion* payés par le client. Il s'agit le plus souvent de 0.5 à 4% annuels de l'actif net, imputés tout au long de l'année sur la VL du fonds. Il existe éventuellement une part variable des frais de gestion, souvent sous la forme d'un pourcentage du rendement, dans la mesure où il dépasse un certain objectif. Des droits d'entrée et de sortie peuvent être aussi exigés lors de la souscription ou de la vente de la part. Ces droits sont généralement calculés à partir de l'actif de l'OPCVM.

Il n'existe aucune classification officielle des styles de gestion, à l'exception des OPCVM indiciels, dont la définition est fixée par l'article 16 du décret n°89-623. Il y est précisé qu'un fonds indiciaire est un fond dont l'écart-type de la différence entre la VL et un indice de référence (« suffisamment diversifié », diffusé largement et « représentatif du marché »), ne dépasse pas un certain montant fixé par le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Cependant un gérant peut très bien avoir une gestion indiciaire sans être déclaré officiellement comme tel. Par contre, s'il est déclaré indiciaire à l'AMF, il est censé répliquer la performance de l'indice de référence.

1.2 La gestion d'un portefeuille actions

Le rôle du gérant consiste à sélectionner les titres qu'il souhaite détenir en portefeuille. Prenons un exemple pour illustrer son rôle. Les gérants enquêtés détiennent en moyenne 31 valeurs (actions d'entreprises) dans le portefeuille. Le gérant est informé en continu par des services en ligne (Bloomberg, AFP,...), par les analystes (sell side ou buy side), les courtiers,... Il peut à tout moment décider d'acquérir un nouveau titre, d'accroître le volume d'un titre qu'il possède déjà ou encore vendre des titres détenus. Selon les choix du gérant et les cours boursiers, la VL de l'OPCVM augmente ou baisse. Toutefois cette sélection d'actifs est contrainte par les engagements contractuels rattachés à l'OPCVM, figurant sur la notice d'information déposée à l'AMF.

³ L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) provient de la fusion en novembre 2003 entre la Commission des Opérations en Bourse (COB, chargée de surveiller et punir les irrégularités) et le Conseil des Marchés Financiers (CMF, rôle plus consultatif).

⁴ Les tableaux numérotés en chiffres romains se trouvent en annexe.

2. Méthodologie du questionnaire

2.1. Description du questionnaire

En annexe 2, vous trouverez le questionnaire. Il comporte 29 questions principales groupées en cinq parties. La première partie cherche à faire décrire au gérant son activité : marché d'intervention, fréquence, contraintes,... (Q1 à Q16.2) La deuxième traite du mode de sélection des valeurs et objectif de performance (Q17 à Q19). La troisième partie (Q20.1 à Q20.6) invite le gérant à caractériser son style et, dans l'éventualité où il aurait changé, à expliciter ce changement. La quatrième partie interroge les facteurs influençant la décision (Q21 à Q25). La dernière partie concerne les relations du gérant avec les analystes financiers (Q26 à Q28)

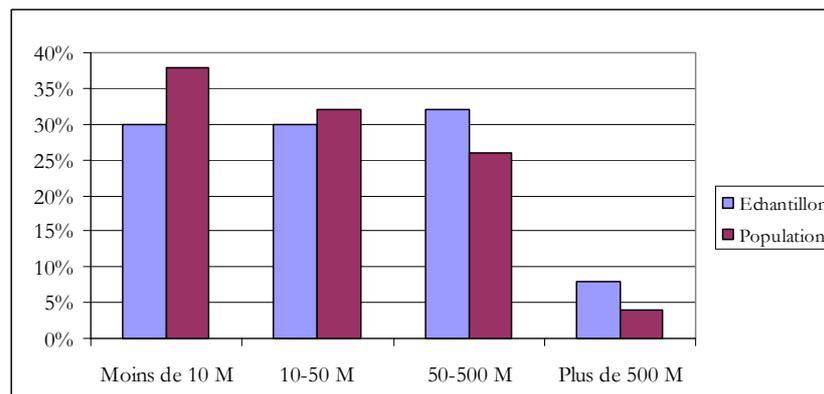
2.2. Réponses au questionnaire

Un prototype du questionnaire a d'abord été testé sur trois professionnels de la gestion. L'enquête fut ensuite menée en deux temps. Un premier envoi postal le 28 avril 2003 a été adressé à 362 fonds. Nous avons repris l'ensemble « Actions France » tel que le propose Standard and Poor's, et comportant 402 fonds au 01/04/2003. Nous avons retiré les doublons issus des appellations « C » et « D », qui constituent des variantes fiscales des OPCVM. Une relance par téléphone ciblée sur les sicav faisant partie de l'enquête par cartes de Kohonen (Aaron et al. 2003) s'est étalée entre le 23 juin et le 12 juillet 2003, entraînant des réponses par poste, téléphone, courriel ou télécopieur.

Finalement 80 questionnaires ont pu être saisis, soit un taux de réponse de 22%. Habituellement, les enquêteurs admettent comme seuil minimal un taux de réponse de 7%. Les enquêtes de ce type font état d'un taux de réponse de 10% (voir Shiller [2000], Demarchi et Thomas [1997]), Serret [2002] obtient 24%. Notre taux est donc satisfaisant. Un même individu pouvant gérer plusieurs fonds, nous avons autorisé les gérants à signaler si leurs réponses étaient valables pour plusieurs fonds. Ainsi les 80 réponses recouvrent en fait 81 fonds et 67 gérants. L'encours total des fonds de l'enquête est de 12 633 millions d'euros⁵, soit environ 50% de l'encours de la catégorie actions France.

Nous avons effectué une comparaison entre les tailles des fonds de notre échantillon avec celui de la population (COB, 2003).

Figure 1 : répartition des OPCVM par taille de fonds



Source : Population : répartition des OPCVM, actif net au 31/12/2002, COB, *Rapport Annuel 2003*, p.149. Echantillon : calcul des auteurs à partir du questionnaire.
M = millions d'euros.

L'écart avec la distribution de la population provient selon nous du fait qu'une partie des gérants n'ont pas souhaité s'identifier. Dès lors, il n'a pas été possible de vérifier si le fonds disposait d'un doublon « D ». Etant donné que les OPCVM à option « D » (avec redistribution des dividendes) sont plus petits que les fonds « C » (avec capitalisation des dividendes), notre échantillon sous-représente

⁵ Si l'on ajoute les fonds « D ».

vraisemblablement les fonds de moins de 10 millions d'euros d'encours. L'identification de tous les répondants permettrait de rapprocher davantage encore la distribution de l'échantillon à celle de la population.

3. La définition des styles de gestion

3.1. Un paradoxe : pas de définition théorique, une pluralité de sens chez les praticiens

L'hétérogénéité des acteurs dans la littérature économique se limite trop souvent à la distinction entre des investisseurs « chartistes », « fundamentalistes » et « bruyants » (noise traders). Pour éclairante qu'elle soit, cette distinction ne recoupe qu'approximativement les pratiques effectives des gérants d'épargne collective. En outre, le plus souvent, ces hétérogénéités ne résultent pas de choix individuels.

En revanche chez les professionnels, on note un foisonnement de définitions. D'une part tous les gérants n'entendent pas de la même façon la définition des styles. D'autre part la pratique des styles de gestion laisse apparaître une réelle diversité : à la limite, une analyse très fine de chaque gestion d'OPCVM identifierait autant de styles que de gérants. En d'autres termes il n'existe pas de critères scientifiques de définitions des styles⁶.

Outre qu'il n'existe pas de définition officielle (hormis pour les OPCVM indicieux, cf.1.1) aucun organisme n'impose de critères de gestion ; seule la COB, dans les notices d'informations relatives à chaque produit, oblige le gérant à déclarer s'il utilise ou non les marchés à terme et à évaluer la part minimale d'actions que le portefeuille peut contenir.

Cependant, puisque nous recherchons à regrouper des pratiques, des familles de gestion, nous avons pré-défini 6 styles « théoriques », *a priori*, caractérisés selon deux critères.

3.1- Notre proposition de définition des styles théoriques

Les définitions retenues pour les styles théoriques (cf. tab. Suivant) proviennent d'une synthèse de la littérature professionnelle, en l'occurrence la presse financière (*Le Revenu, La Vie Financière, ...*) ainsi que d'un dépouillement systématique, pour l'ensemble des OPCVM de notre base de données, des « fiches-produits » que les gérants mettent à disposition sur Internet. Enfin, la lecture des notices d'information de la COB a pu aider à préciser certaines notions.

Nous sommes parvenus à la conclusion que deux éléments sont déterminants pour discriminer les styles : la façon dont les gérants sélectionnent les valeurs et l'influence exercée par le benchmark. Concernant le **premier critère**, les gérants choisissent les titres en recourant à une routine de sélection. Quelque soit le segment du marché sur lesquels ils travaillent (CAC 40, Second Marché, SBF 80,...), l'ensemble des valeurs sur lesquelles ils sont susceptibles d'intervenir satisfait à une condition explicite. Cette condition peut porter sur l'appartenance à un indice ou à un secteur, sur les caractéristiques fondamentales de l'entreprise cotée (société connue dont les revenus sont réguliers ou au contraire entreprise récente sur un secteur innovant) ou encore sur la corrélation entre le titre et le cycle économique. Ainsi, l'ensemble potentiel d'intervention est circonscrit aux valeurs respectant la condition. Par exemple, cela pourra être l'appartenance à un indice qui contraint le choix du gérant, ou l'appartenance à un secteur pro-cyclique,... Nous n'avons pas adressé notre questionnaire à des fonds éthiques ; mais ce critère s'applique aussi, l'ensemble étant alors conditionné à une attitude marchande éthique de l'entreprise.

Le second critère concerne l'influence d'un indice de référence. Les gérants peuvent s'engager contractuellement à une règle mettant en jeu un benchmark. Il peut s'agir de répliquer l'indice, autrement dit réaliser un rendement identique, ou de le surperformer en s'engageant à une rentabilité supérieure à celui-ci. Cet engagement induit des contraintes supplémentaires dans la sélection des titres : le gérant est tenu de positionner son fonds au regard de l'indice. S'il venait à réaliser des rendements nettement inférieurs, il pourrait voir sa rémunération diminuer et sa réputation se ternir.

⁶ Voir Annexe 1.

Ainsi ces deux facteurs (critères de sélection, influence du benchmark) caractérisent selon nous les styles de gestion. En croisant ces deux facteurs, nous pouvons définir six styles différents. Le tableau ci-dessous présente cette classification :

Tableau 1 : Définition des Styles Théoriques

Définition	Conditions sur la sélection des titres	Engagement / Benchmark	
		Indice	Objectif
Indiciel	Appartenance à un indice	Indice de Marché	Répliquer
Quantitatif	Appartenance à un indice	Indice de Marché	Sur-performer
Sectoriel	Secteur et cycle macro-économique	Indice Sectoriel	Sur-performer
Stock-picking	Données fondamentales	Non	
Growth	Données fondamentales et croissance régulière des bénéfices	Non	
Value	Données fondamentales et valeurs décotées à fort potentiel de hausse	Non	

Source : auteurs.

Ce tableau résume les caractéristiques des styles :

- Le style **indiciel** consiste à donner une priorité aux valeurs appartenant à un indice puis secondairement, à leurs caractéristiques fondamentales. L'objectif est de répliquer un benchmark. L'adoption de ce style conduit à une faible activité sur le marché, les modifications dans l'indice ont un impact fort sur les titres concernés.
- Le style **quantitatif** diffère du style indiciel sur la nature de l'engagement vis-à-vis du benchmark. Il ne s'agit plus de répliquer mais de faire mieux que l'indice. Les gérants quantitatifs procèdent généralement à de l'arbitrage et mobilisent pour cela des programmes informatiques.
- Le style **sectoriel** vise à sélectionner des titres suivant leur secteur d'appartenance, en tenant compte du positionnement dans le cycle économiques. La plupart des fonds optent pour un engagement de surperformance. Ce fonds est fortement pro-cyclique.
- Le style **stock picking** sélectionne prioritairement les valeurs en fonction de leurs données fondamentales, accessoirement ils peuvent s'intéresser aux titres de l'indice ou des secteurs. Ils n'ont aucun engagement contractuel vis-à-vis d'un benchmark. Il s'agit d'une gestion traditionnelle avec des paris faits sur des valeurs au regard de l'anticipation de leurs fondamentaux. On retrouve le comportement fondamentaliste classique.
- Le gérant adoptant un style **growth** adhère à une vision fondamentaliste, orientée toutefois vers des sociétés ayant une activité reconnue, dont les revenus sont réguliers. Secondairement, il pourra tenir compte de l'indice et des secteurs d'activités. Le benchmark n'a aucune influence.
- Le style **value** est proche styles growth et stock-picking, mais l'intérêt est porté aux sociétés dont les cours boursiers sous-évaluent la valeur fondamentale et dont on prévoit une hausse importante.

Les trois derniers styles relèvent plus de la gestion active dans le sens où ils recourent davantage aux critères économiques qu'aux théories financières de l'allocation optimale du portefeuille. Ces trois profils ainsi que le style sectoriel répondent à une logique fondamentaliste : l'information relative à la firme importe dans la prise de décision.

3.3 Comparaison entre les styles théoriques et les styles déclarés par les gérants

Si nous avons posé d'emblée une question ouverte (« quel est votre style ? »), nous aurions obtenu trop de réponses différentes et vraisemblablement biaisées (certains styles pouvant être plus à la mode que d'autres). Il a donc été nécessaire de conserver une question fermée (q20.1), en prenant soin de ne pas définir les styles au préalable. La question a été posée comme si tout le monde savait bien ce que recouvraient les termes proposés.

Nous avons nommé les réponses obtenues, « styles déclarés » (cf annexe 4). On remarque notamment la forte représentation du style « stock-picking » (plus de 50%), qui a vraisemblablement joué le rôle d'une réponse « fourre-tout ». Sous ce terme coexistent diverses pratiques, qui ne reposent pas sur la même logique. C'est la raison pour laquelle, nous ne nous sommes pas contentés des styles déclarés par les gérants.

Un premier contrôle résidait dans la question ouverte (20.2) qui demandait au gérant d'exprimer la façon dont il nommait son style. De plus, nous avons construit le questionnaire afin de contrôler la réponse 20.1. En effet, le questionnaire est conçu pour déterminer le style théorique du gérant, au regard de notre définition, à partir des réponses fournies aux questions 17,18 et 19. Par exemple, un gérant ayant répondu à *q18* « je sélectionne les valeurs à partir de données fondamentales, puis je sélectionne les valeurs décotées à fort potentiel », et à *q19* « le benchmark est simplement un indice de comparaison » est censé qualifier son style « value » à *q20*. Ceci parce que, selon notre définition, le style value est caractérisé par l'accent mis sur les valeurs décotées et une certaine liberté de gestion, sans objectif de réplique ou de surperformance d'indice.

Ce croisement de deux questions pour définir un style a été construit sur le respect de deux critères : *exhaustivité* (pas de rubrique « autres styles ») et *exclusivité* (tout style peut être classé dans une et une seule des catégories).

Sur les 80 questionnaires, 69 ont déclaré des styles conformes aux attentes, soit 86,2% des réponses. Ces 69 fonds représentent 97% de l'encours de notre échantillon. Un fonds a été exclu, parce qu'il s'agissait d'un fonds obligataire. Pour les dix autres fonds pour lesquels il y avait discordance, nous avons déterminé leur style théorique à partir des réponses fournies et des informations publiques (fiche-produit, notice COB, reporting du gérant). Nous avons pu les réintégrer à notre base et les résultats ultérieurs ont été concordants⁷.

Finalement, nous obtenons 79 fonds classés en 6 styles théoriques. Les résultats présentés ci-après concernent les styles théoriques. Nous analysons à partir des réponses fournies par le questionnaire les caractéristiques des styles définis selon nos deux critères. Nous disposons donc de six groupes homogènes, dont nous allons spécifier les particularités.

4 Résultats

On peut maintenant caractériser les styles de gestion sur la base de catégories homogènes. Nous avons procédé à une série de tests d'analyse (Khi-deux, Student, Fisher, Analyse discriminante, Analyse factorielle)⁸ en fonction de la nature des variables (numérique, qualitative, rang de classement). Outre les réponses aux questionnaires, nous avons utilisé des données disponibles publiquement⁹ (par exemple, le type d'OPCVM : Sicav ou Fcp ou le propriétaire de la société de gestion). Nous travaillons sur 65 variables¹⁰. Nous avons cherché à déterminer les variables qui pouvaient significativement distinguer les styles, sans aucun *a priori*. Pour la compréhension, nous avons distingué trois ensembles qui permettent de différencier les styles :

- (1) **Les éléments structurants** : il s'agit d'éléments exogènes, indépendants des décisions de gestion (âge du gérant, structure de la propriété, taille du fonds) qui pourrait influencer l'adoption d'un style.
- (2) **Les sources d'information** : cela regroupe l'ensemble des signaux informationnels pris en compte par le gérant. On distinguera les informations relatives à la valeur fondamentale de celles produites par la sphère financière (cours, classement d'OPCVM) et les routines utilisées (tracking error, ...)
- (3) **Les variables ayant une incidence sur le fonctionnement du marché** : ce sont des facteurs qui découlent de l'adoption d'un style et qui peuvent avoir une influence directe sur le marché.

Nous avons obtenu 40 variables significatives. Nous retraçons maintenant ces résultats dans des tableaux synthétiques : les résultats détaillés sont donnés dans l'annexe 6.

⁷ Voir Annexe 3 pour une explication du traitement des réponses « déviantes ».

⁸ Pour une présentation détaillée des méthodes utilisées, voir Annexe 4.

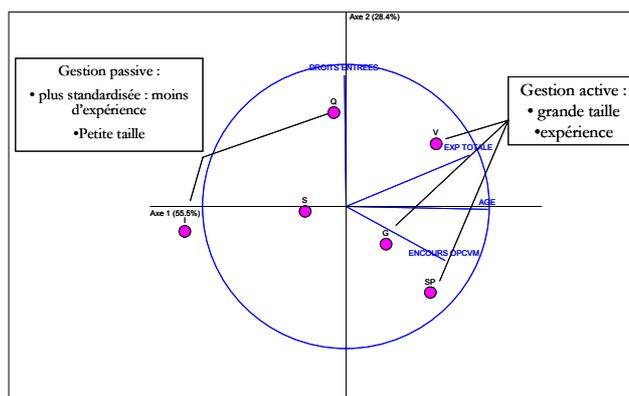
⁹ Cela n'a pas été possible pour 7 fonds qui n'ont pu être identifiés.

¹⁰ Voir Annexe 5.

4.1 Variables structurantes

Concernant les variables structurantes nous avons eu recours à une Analyse en Composantes Principales. Les styles semblent clairement regroupés en fonction des variables « âge du gérant », « années d'expériences » et « encours de l'OPCVM ». Le graphique ci-dessous ne retrace pas tous les individus, mais seulement les coordonnées moyennes par styles. Ainsi par exemple les gérants ayant le style théorique « Value » ont en moyenne des valeurs significativement élevées pour la variable « Expérience totale », « Age » et « Encours OPCVM ». C'est le contraire, en moyenne, pour les gérants ayant le style théorique « Indiciel ».

Figure 2 : Styles et variables de structures



Source : calcul des auteurs sous Sphinx. I : Indiciel, Q : quantitatif, SP : Stock-picking, G : Growth, V : Value, S : Sectoriel.

Comment expliquer que les gérants indiciels soient plus jeunes que leurs collègues ? Le caractère plus mécanique de ce type de gestion serait davantage réservé aux « débutants ». En effet, ce style qui se résume à répliquer un indice boursier n'implique pas une connaissance fine du fonctionnement du marché. Il nécessite moins de connaissances tacites qu'une gestion plus traditionnelle, dans laquelle le gérant doit connaître les entreprises, les secteurs économiques, etc...

Outre cette explication en terme de recrutement, on peut émettre une explication en termes d'offre de formation : les gérants plus jeunes ont été davantage sensibilisés aux théories de l'efficacité diffusées dans les années quatre-vingts, et seraient ainsi plus favorables aux méthodes indicielles. Il y aurait là une traduction d'un processus plus général de standardisation de la gestion de portefeuille. Les grands groupes bancaires notamment cherchent à automatiser le processus de gestion, à l'encontre de l'ancienne génération de gérants attachés à « l'effet gérant », au savoir-faire issu de l'expérience de terrain.

L'expérience est significativement plus faible pour le style indiciel. Ce résultat conforte le précédent : il n'est pas utile d'avoir une grande ancienneté dans le métier pour pratiquer une gestion indicielle.

Enfin, en moyenne, les fonds indiciels et quantitatifs sont plus petits que les autres. Les fonds sectoriels se singularisent par une proportion plus forte que la moyenne de fonds de petites et moyennes tailles (moins de 50 millions d'euros), de même que les fonds value et growth.

On peut tenter une explication en termes d'économies d'échelle : il y aurait une taille minimale à atteindre pour engager le portefeuille sur des actions d'entreprises moins connues, à propos desquelles l'acquisition d'information prend plus de temps, donc est plus coûteuse. Concernant la proportion des tailles de fonds, les fonds autres qu'indiciels et quantitatifs ont une plus grande diversité de taille. Cette situation reflète probablement une diversité de clientèle. En particulier, le fait d'avoir une clientèle de « grands comptes », de particuliers fortunés ou d'entreprises, prédispose sans doute les styles stock-picking, growth, value et sectoriel à confectionner davantage de portefeuille « sur mesure », plus petits.

Nous avons aussi testé des variables relatives à la structure de propriété du fonds (appartient-il à un groupe bancaire, une banque d'affaires, une assurance, un indépendant), aux caractéristiques fiscales particulières (éligible au PEA ou à l'assurance-vie, bénéficiant des dispositions Monory, DSK) et des droits d'entrée. Seuls, les droits d'entrée apparaissent discriminer significativement les fonds quantitatifs ; les

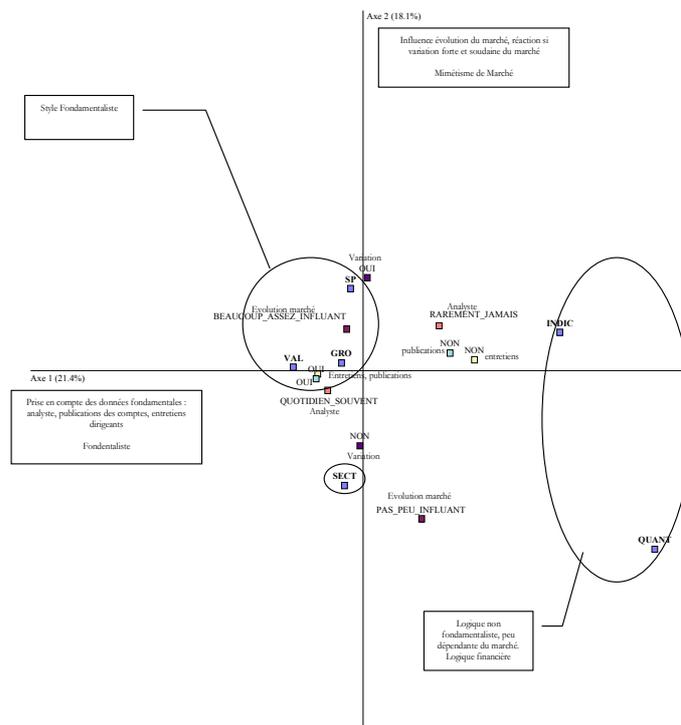
autres variables n'influencent pas les styles. Il semblerait donc que le type d'organisation n'influence pas les styles adoptés par les gérants.

4.2 Sources informationnelles.

Sur la nature des informations utilisées (Figure 3), nous observons une nette séparation entre les styles qui reposent sur des logiques fondamentalistes (value, growth, stock-picking et sectoriel) des styles répondant plus à une logique financière, -au sens de théorie financière des marchés- (indicielle et quantitative). Les premiers accordent une grande importance aux informations relatives à l'activité des firmes, que ce soit à travers la publication de compte, les entretiens avec les dirigeants ou les conseils des analystes des autres sociétés de courtage. *A contrario*, les indiciels et quantitatifs recourent peu à ces informations.

Figure 3

Impact Evolution du marché, entretien avec les dirigeants, publications des comptes, influence variation soudaine du marché, information analyste autre société de courtage



La carte montre les positions des 16 modalités. 39.5% de la variance est expliquée par les deux axes représentés. Les non-réponses ont été ignorées.
Source : calcul des auteurs sous Sphinx.

En revanche, les stock-picking, ainsi que les value et growth mais plus modérément, tiennent compte aussi des signaux émis par le marché lui-même. Ils ont une propension au mimétisme plus forte que les sectoriels et quantitatif. Nous voyons donc une première différence entre les styles actifs, les stock-picking seraient plus mimétiques que les autres.

Le type d'outils utilisés distingue aussi les styles.

Tracking error : (écart de suivi). Il mesure l'écart type des performances relatives à un benchmark, sur une période hebdomadaire, mensuelle ou annuelle. Si le tracking error est proche de zéro, c'est que la performance du portefeuille s'est peu écartée de l'indice de référence. S'il est élevé, le portefeuille s'est écarté de l'indice. Si S l'écart type et x la performance relative, le Tracking error est :

$$\frac{nSx^2 - (Sx)^2}{n(n-1)} \times \frac{1}{2}$$

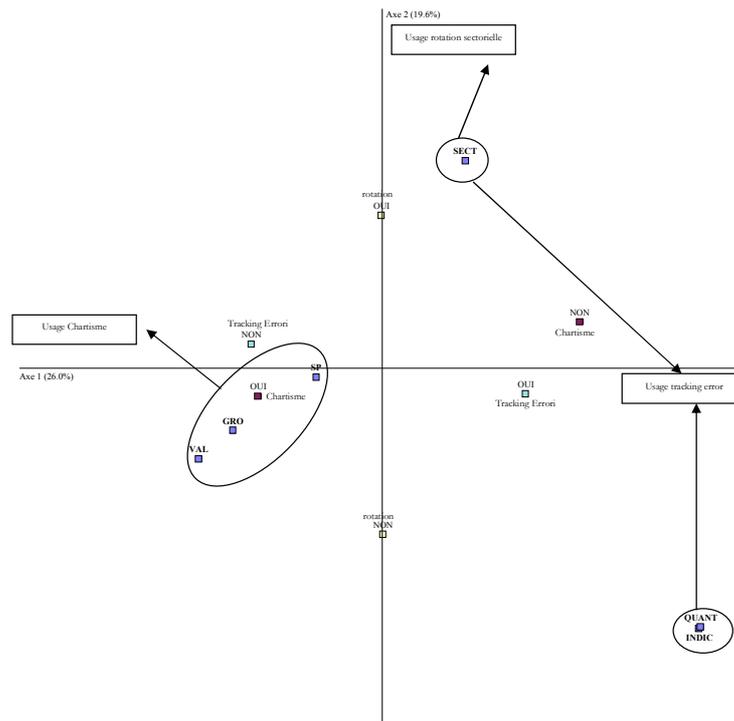
Rotation sectorielle : étude de la sensibilité de la production des secteurs à la conjoncture économique. Le gérant procède à des arbitrages intersectoriels en fonction du cycle économique.

Analyse technique : L'analyse technique (ou chartisme) regroupe des pratiques qui utilisent les séries passées de prix et de volumes échangés afin de déterminer les cours futurs. Elle se fonde

sur le fait que le marché fournit la meilleure information sur sa propre évolution future et celle des titres qui le composent. Le but de l'analyse technique est de détecter les points de retournement dans les cours afin d'acheter quand une période haussière s'annonce ou vendre quand une période baissière se précise.

Nous retrouvons la même opposition (gestion active/passive) dans l'usage des outils (figure 4). Les value, growth et stock-picking utilisent fréquemment les techniques chartistes. Les trois autres indices recourent à la tracking error et pour le sectoriel à la rotation sectorielle. Le style value recourt plus que les autres à l'analyse technique. Les outils chartistes pourraient permettre de détecter les titres sous-cotés, supports de l'intervention des value.

Figure 4
Outils utilisés : chartisme, rotation sectorielle, tracking error



La carte montre les positions des 12 modalités. 45.6% de la variance est expliquée par les deux axes représentés. Les non-réponses ont été ignorées.

Source : calcul des auteurs sous Sphinx.

Pour conclure sur l'analyse des variables informationnelles, nous observons une nette différence entre les styles à gestion passive et active.

Les styles indicatifs et quantitatifs utilisent peu l'information fondamentaliste, les analystes sont moins souvent consultés. L'influence du marché sur leur stratégie est faible. Ils prennent aussi moins en compte les classements d'OPCVM. Leur stratégie n'est donc pas guidée par des comportements mimétiques, que ce soit du mimétisme de marché (suivre les prix) ou du mimétisme institutionnel (imiter les concurrents). Ces deux styles satisfont plus à une logique financière, guidée par des modèles construits à partir de la théorie financière. Ce résultat est conforté par l'importance que joue la tacking error dans leur style. Le contrôle des risques est un paramètre important : les positions prises le sont au regard des risques encourus, calculés à partir du benchmark de référence.

Les styles stock-picking, growth et value ont une gestion plus active, davantage tournée vers les fondamentaux (recours aux analystes). Ces styles ont en effet besoin de chercher d'informations sur les entreprises. Cela ne les empêche pas de tenir compte aussi de l'évolution du marché. Le marché fournit en effet des informations sur la valeur fondamentale ou sur l'opinion des intervenants¹¹. Le style stock-picking est nettement plus mimétique que les autres. Cette influence du marché se retrouve aussi à travers l'utilisation de l'analyse technique. Le style value s'appuie plus que les autres sur cette technique pour détecter les titres à PER faibles.

¹¹ Sur l'intérêt de recourir aux signaux du marché, voir Tadjeddine [2000].

Quant au style sectoriel, il constitue une sorte de modèle intermédiaire, une gestion mixte, moins sensible aux signaux des analystes mais tout de même attachée à l'étude du cycle économique (rotation sectorielle).

4.3 Variables avec incidence sur le marché

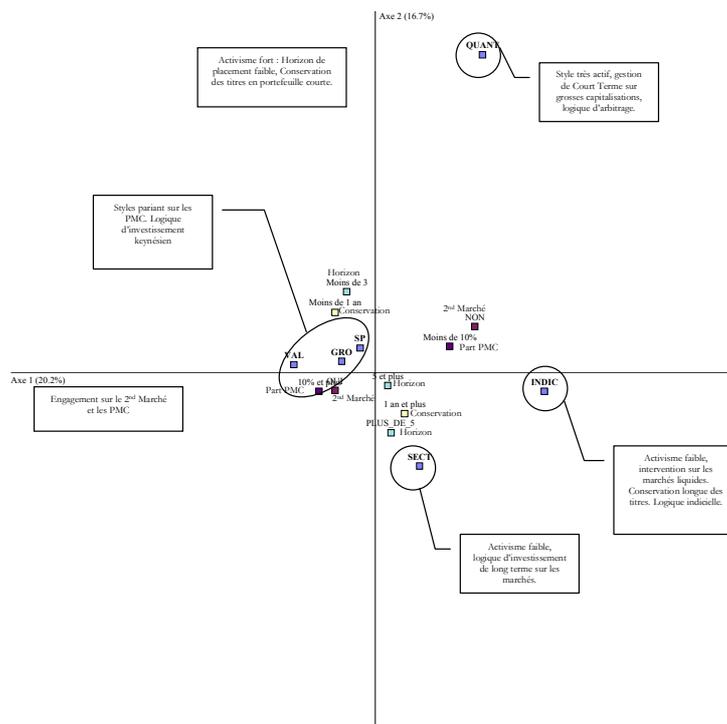
Le dernier ensemble de résultats concerne l'impact différencié que peut exercer un style sur le marché financier. Sous cet ensemble, nous avons regroupé les variables concernant l'horizon de placement (long, court), la durée de conservation des titres en portefeuille, les secteurs d'intervention (second marché, petites et moyennes capitalisations). La figure 5 indique nos principaux résultats.

Nous retrouvons l'opposition value-growth-stock picking avec quantitative-sectoriel-indiciel au regard de l'engagement sur le Second Marché et les petites et moyennes capitalisations. Le premier groupe intervient sur ces marchés, le second peu (sectoriel) ou pas du tout. Les premiers axant leur stratégie sur des paris sur des titres se positionnent naturellement sur des valeurs peu connues. Il est donc logique qu'ils interviennent plus sur le Second Marché ou le Nouveau Marché. On remarque d'ailleurs que les value sont plus engagés sur ces deux dimensions. A contrario, les styles indiciel et quantitatif privilégient les grosses capitalisations, figurant dans les indices du premier marché. On remarque de plus¹² que le style indiciel a davantage recours à la couverture sur les marchés dérivés, afin d'assurer l'objectif de réplcation de la performance de l'indice.

En ce qui concerne le second axe de la figure 5, on voit apparaître une démarcation du style quantitatif sur les questions de l'horizon de placement et la conservation moyenne des titres en portefeuille. Le quantitatif se singularise par sa gestion à court terme, fondée sur l'arbitrage plus que sur l'investissement de long terme. Le style sectoriel à l'opposé développe une gestion peu active, fondée sur une conservation plus longue des titres. Les autres styles développent une stratégie de moyen terme.

Figure 5

2nd MARCHÉ, Conservation titre, Horizon placement, part de petites et moyennes capitalisations



La carte montre les positions des 15 modalités. 36.9% de la variance est expliquée par les deux axes représentés. Les non-réponses ont été ignorées.

Source : calcul des auteurs sous Sphinx

¹² Voir Annexe 7.

4.4 Synthèse

Le tableau 2 présente une synthèse de nos résultats :

Tableau 2 : Synthèse des caractéristiques par style

	Indiciel	Quantitatif	Stock-Picking	Growth	Value	Sectoriel
Variable structurelle						
Age	Plus jeune					
Expérience	Moindre					
Encours Moyen	Plus faible	Plus faible				
Information						
Sur les fondamentaux	non	non	oui	oui	oui	oui
Recours aux analystes	non	non	oui	oui	oui	oui
Sur le marché	non	non	oui	non	non	oui
Outils	tracking error	tracking error	chartisme	chartisme	chartisme	rotation sectorielle tracking error
Impact sur le marché						
Petites capitalisations	non	non	oui	oui	oui, élevée	non
Activisme	non	oui	non	non	non	non
Horizon	Long terme	Court Terme	Moyen Terme	Moyen Terme	Moyen Terme	Très long terme
Logique d'allocation	Passive Financière	Arbitrage Liquidité	Fondamentaliste Mimétique	Fondamentaliste	Fondamentaliste Petite capitalisation	Economique Cycle

Source : auteurs.

Nous voyons clairement l'opposition entre les styles reposant sur les fondamentaux (gestion dite active : stock-picking, value et growth), des styles reposant sur une logique financière de marché (indiciel et quantitatif). Le style sectoriel répond plus à une logique de cycle économique, avec un investissement qui répond à des critères macro-économiques. Le style quantitatif satisfait à la logique d'arbitrage. L'ambition est de réaliser des profits à court terme sur des titres de grosses capitalisations fortement liquides. C'est finalement le style qui potentiellement peut engendrer le plus d'instabilité sur le marché.

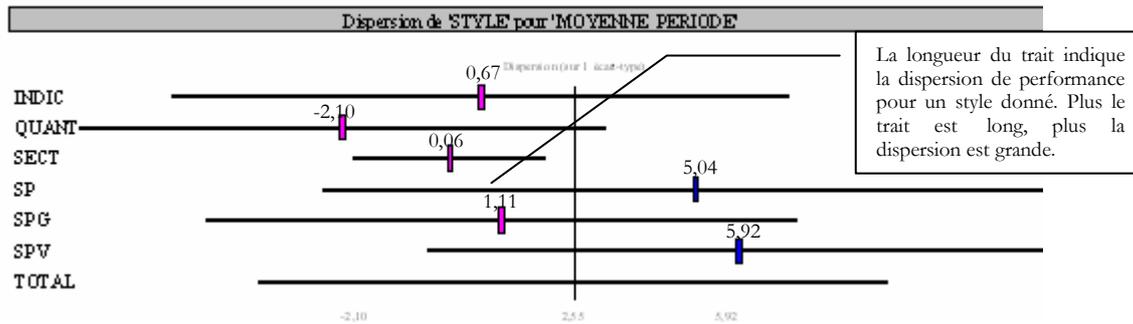
Parmi les styles actifs, nous constatons des différences. Le style value est beaucoup présent sur les petites capitalisations et recourt plus à l'analyse technique. Le style stock-picking serait plus sensible aux évolutions du marché. Le style growth serait l'intermédiaire.

Les styles de gestion sont des catégories présentant des différences significatives. L'impact sur le marché des OPCVM dépend du style adopté par le gérant. Un indiciel ou un sectoriel ne suit pas les mêmes logiques d'intervention. L'analyse des styles trouve dans ces conditions toute sa pertinence dans la mesure où la population relative des différents styles à un instant donné engendrera un impact différent sur le marché boursier. Une augmentation des styles quantitatifs pourra produire des mouvements de prix à court terme plus importants.

5. Existe-t-il des styles plus performants que d'autres ?

Nous avons enfin voulu comparer les performances de chaque style sur la période 1999-2003. L'adoption d'un style permet d'expliquer les niveaux de performance des fonds, en moyenne (voir figure 6) et pour toutes les années exceptées 1999 et 2001 (voir annexe 7).

Figure 6
Performance moyenne par style 1999-2003



Source : données Europerformance, calcul des auteurs sous Sphinx

Sur la période étudiée (1999-2003), nous observons, à l'analyse du test de Fisher, que les styles expliquent les niveaux de performance¹³.

Nous constatons de plus que les styles stock picking (SP) et value (SPV) ont réalisé des performances moyennes supérieures aux autres styles. Toutefois, ce résultat n'est pas significatif¹⁴. Le style sectoriel se distingue statistiquement des autres styles par la faible dispersion des performances. Les fonds ayant répondu à notre questionnaire et ayant adopté ce style ont des performances semblables sur la période étudiée. Concernant le style indiciel, la dispersion forte constatée semble surprenante eu égard à leurs engagements contractuels, de répliation d'un indice donné. L'explication provient du fait que les fonds n'ont pas tous le même indice de référence. Dans notre échantillon, certains suivent le CAC 40, d'autres le SBF 80 par exemple. Il aurait fallu éclater cet ensemble pour observer une dispersion moindre.

Enfin, sur le cas quantitatif, la faiblesse de l'échantillon ne nous permet pas de faire de test sur la significativité du résultat.

Nos résultats sont contingents à la période étudiée. Ils ne peuvent prétendre prédire les performances futures des fonds. De plus on rappelle qu'il ne s'agit pas des styles déclarés par les gérants mais de styles fondés sur les réponses au questionnaire.

6. Conclusion

Le questionnaire nous permet de cerner plus précisément les styles des gérants d'OPCVM actions en France en 2003. Nous avons défini les styles à partir de deux critères qui sont déterminants : le mode de sélection des valeurs et l'objectif contractuel par rapport à un indice de référence (*benchmark*). Nous obtenons six styles différents : « indiciels », « quantitatif », « stock-picking », « growth », « value », « sectoriel ».

Nous parvenons à caractériser les styles suivant des variables de structure (âge, expérience, encours), les sources d'information utilisées, l'impact sur le marché. Outre, les différences significatives de performance, notre travail permet d'envisager des recherches sur l'impact de la gestion collective sur les marchés financiers, qui ne se limite pas seulement aux volumes d'épargne collectée mais encore à la nature des styles adoptés par les gérants. En effet, l'influence d'une information diffère suivant les logiques de gestion : la publication des comptes n'a pas d'impact sur les fonds indiciels ou quantitatifs. Les mouvements de prix constatés sur les marchés financiers doivent être analysés au regard non pas uniquement de l'identité des acteurs (petits actionnaires, fonds de pension, OPCVM) mais encore suivant leur logique d'allocation du portefeuille. L'approche comportementale affine donc la compréhension du fonctionnement du marché en apportant une vision plus fine de la réalité de ses acteurs.

Nous avons dans un précédent travail (Aaron, Galanti, Tadjeddine [2004]) effectué une classification économétrique des styles de gestion des gérants de SICAV France-actions, sur la période

¹³ Variance inter = 90.35, Variance intra = 35.93, F = 2.52 et 1-p = 96.16%.

¹⁴ Au sens du test de Student. Seul le style sectoriel a une moyenne par catégorie significativement différente de l'échantillon au seuil de 5%.

1999-2002, en mobilisant l'algorithme de Kohonen. Il s'agissait de classer les SICAV suivant leur lien plus ou moins fort à différents indices du marché français. Nous avons retenu seulement les indices et la corrélation des rendements des SICAV aux rendements des indices. Nous pouvions seulement segmenter les SICAV suivant leur indice de référence et leur rattachement à un indice (gestion indicielle versus active). Certaines SICAV étant communes aux deux bases, nous avons confronté nos résultats. Voici le tableau synthétisant les différentes caractérisations des styles de gestion, les fonds sont anonymes mais bien identiques :

Tableau 3. Comparaison des styles de SICAV communes à deux études

OPCVM n°	Calcul par Kohonen		Questionnaire
	indice	style	style théorique
1	CAC 40	indicielle	indiciel
2	MC-SM	active	growth
3	SBF 80	active	stock-picking
4	CAC 40	active	value
5	CAC 40	active	stock-picking
6	SBF 80	indicielle	value
7	CAC 40	indicielle	indiciel
8	CAC 40	active	growth
9	MC-SM	indicielle	growth
10	CAC 40	indicielle	quantitatif
11	CAC 40	indicielle	quantitatif
12	CAC 40	active	growth
13	CAC 40	indicielle	indiciel
14	MC-SM	indicielle	stock-picking
15	SBF 80	indicielle	indiciel

OPCVM n°	Calcul par Kohonen		Questionnaire
	indice	style	style théorique
16	SBF 80	indicielle	value
17	CAC 40	active	stock-picking
18	CAC 40	active	stock-picking
19	CAC 40	indicielle	indiciel
20	SBF 80	active	value
21	CAC 40	active	value
22	CAC 40	active	growth
23	CAC 40	active	growth
24	CAC 40	active	growth
25	SBF 80	indicielle	stock-picking
26	CAC 40	indicielle	sectoriel
27	CAC 40	indicielle	sectoriel
28	CAC 40	indicielle	growth
29	MC-SM	indicielle	value

Source : Calcul par Kohonen : Aaron, Galanti, Tadjeddine [2004], Questionnaire : auteurs.

Lecture : L'étude par carte de Kohonen attribue le style « indiciel » à l' OPCVM n°1 et considère que l'indice qui lui est le plus corrélé est le CAC 40 ; l'étude par questionnaire lui attribue le style théorique indiciel.

Ce tableau procède à une synthèse des résultats, regroupés par style théorique. Nous obtenons une forte similarité entre nos deux classifications : les styles growth, stock picking, value relèvent bien d'une gestion active. Les fonds quantitatifs et sectoriels ont une gestion moins opportuniste, ils apparaissent dans la classification Kohonen comme des fonds indiciels : leur rentabilité est fortement corrélée à l'évolution des indices. Les fonds indiciels relèvent bien d'une gestion indicielle. Globalement, dans 19 cas sur 26 (73%), les styles théoriques du présent questionnaire sont cohérents avec notre précédente étude économétrique. Cette comparaison, sur un échantillon certes réduit, conforte la pertinence de la classification que nous avons définie dans le présent article. Elle montre de plus qu'il est possible d'effectuer des travaux économétriques sur cette base.

In fine, cet article nous permet de disposer d'une base plus fine de compréhension et d'analyse du comportement des gérants d'OPCVM actions France. Il ouvre la voie à des travaux aussi bien théoriques qu'empiriques, visant à apprécier l'impact des différents styles sur le marché français mais aussi à rendre compte de la dynamique des styles, en fonction de la conjoncture économique et financière.

Références

- Aaron C., Galanti S., Tadjeddine Y. [2004] « La gestion collective dans un marché agité : la dynamique des styles de gestion à partir des cartes de Kohonen », *Revue d'Economie Politique*, vol.114 (4), à paraître.
COB [2003] *Bulletin mensuel*, juin, n°380.
COB [2003b] *Statistiques boursières et Financières*, 2^{ème} trimestre 2003.
- DiBartolomeo D., Witkowski E. [1997] : « Mutual fund misclassification : Evidence based on style analysis », *Financial Analysts Journal*, 53 (5), p. 32-43.
- Demarchi M., Thomas S. [1997] : « Actions françaises : l'interaction entre la gestion de portefeuille et la négociation en bourse », in *Organisation et qualité des marchés financiers*, p.85-106, Ouvrage Collectif sous la dir. de Biais, Davydoff et Jacquillat, PUF.
- Falkenstein E. G. [1996] : « Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings », *Journal of finance*, 51 (1), mars, p. 111-135.
- Fama E. F. [1991] : "Efficient capital market : II", *Journal of Finance*, 46, décembre, p. 1575-1617.
- Grinblatt M., Sheridan T. [1989] : « Portfolio performance evaluation : old issues and new insights », *Review of Financial Studies*, 2 (3), p. 393-421.
- Kim M., Shukla R., Tomas M. [2000] : « Mutual fund objective misclassification », *Journal of Economics and Business*, 52, p. 309-323.
- Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R. W. [1992] : « The impact of institutional trading on stock price », *Journal of Financial Economics*, août, 32(1), p. 23-43.
- Serret V. [2002] : « Processus de gestion des OPCVM Actions et efficience des marches financiers », *Document de travail*, mars, IAE Aix Marseille.
- Shiller R.J. [1989] : *Market Volatility*, Cambridge : M.I.T. Press.
- Shiller R.J [2000] : « Measuring bubble expectation and investor confidence », *Journal of Behavioral Finance*, vol.1 (1).
- Standard & Poor's Fund Services (2003) <http://www.funds-sp.com/> .
- Tadjeddine Y. [2000] : « Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives », *Politix*, novembre, 13, 52, p. 57-71.
- Walter C. [1996] : « Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers », *Annales*, juillet-août, p. 873-905.
- Waring M. B., Siegel L. B. [2003] : « The dimensions of active management », *Journal of Portfolio Management*, printemps, p. 35-51.
- Wermer R. [2000] : « Mutual fund performance : an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transaction costs and expense », *Journal of Finance*, august.

Annexe 1 : Synthèse de la définition des styles dans la presse professionnelle.

Insistons encore sur le caractère opératoire des définitions ci dessous : il s'agit d'une synthèse qui ne ferait certainement pas l'unanimité parmi les professionnels mais qui permet des distinctions plus faciles. Les titres en gras sont notre terminologie, nous mentionnerons en italique les termes des professionnels désignant des pratiques de gestion similaires.

1. La gestion indicielle.

(ou *quantitative* au sens large, *passive*)

De loin la plus aisée à identifier : il s'agit de répliquer un indice dans la composition du portefeuille. Les transactions effectuées ne visent qu'à « rebalancer » le portefeuille pour que les pondérations d'actifs suivent celles de l'indice. Lorsque cette gestion est revendiquée, la notice de la COB doit mentionner l'indice servant de référence. Celui ci n'est pas toujours un indice des places de marché : il peut être entièrement construit par le gérant lui-même, ou être constitué d'une pondération d'indices existants.

2. La gestion quantitative.

(ou *quantitative* au sens strict, *active*)

Les logiciels remplacent la plus grande partie du travail du gérant : ce dernier fixe a priori un objectif risque (*Tracking error*, variance du portefeuille) et (c'est sa différence cruciale avec le style indiciel) de *surperformance* d'un référent, ainsi qu'un ensemble d'actions parmi lesquelles l'ordinateur va choisir chaque jour, selon des calculs à partir d'importantes base de données, lesquelles vont intégrer le portefeuille. Cependant, le gérant « nourrit » tout de même le logiciel avec des paramètres sur lesquels il garde une latitude de choix : les notations des analystes, méthode d'évaluation des actifs ... Certains construisent leur propre logiciel.

3. La gestion alternative.

Plus connus sous le nom de *hedge funds*, les fonds gérés de façon « alternative » regroupent une grande variété de pratiques, mais dont les éléments communs sont : un objectif de performance absolue ; et l'utilisation récurrente de méthodes d'arbitrage entre sociétés de même secteur. Par exemple , arbitrage entre deux actifs dans le cadre d'OPA, OPE, ou lorsqu'une obligation convertible est sous évaluée par rapport à l'action de référence ; ou encore *le long-short equity*, consiste à se positionner simultanément à l'achat et à la vente sur certains secteurs ou catégories d'actifs.

4. La gestion qualitative.

(ou : *traditionnelle, qualitative, stock-picking, mixte, opportuniste*)

Sans référence à un indice ou à un objectif a priori de performance, ces fonds cherchent avant tout à saisir des opportunités, fondées sur l'analyse des entreprises cotées et la connaissance des dirigeants. Il existe deux variantes connues : la gestion Growth, la gestion Value.

5. La gestion Value

(ou : *valeurs décotées, stock-picking value*)

Le gérant investit en priorité dans des entreprises dont il estime qu'elles sont sous-évaluées par le marché (PER faible).

6. La gestion Growth

(ou : *valeurs de croissance, stock-picking growth*)

Le gérant qui privilégie les grandes sociétés à signatures reconnues et dont les bénéfices croissent régulièrement (elles sont en général plus chères : PER élevé)

7. La gestion sectorielle

(ou *indicielle tiltée, active*)

Il s'agit de pondérer différemment les secteurs selon la conjoncture. Le plus souvent, on ne pondère pas directement les secteurs économiques, mais quatre « types de valeurs » : les cycliques, les défensives, les valeurs de croissance, les technologiques.

Annexe 2 : Questionnaire

Nom de la Société de Gestion.....

Nom de l'OPCVM.....

(Type : ACTIONS)

(1) Votre Age

(2) Activité principale (cochez la case correspondante) :

- Gérant et négociateur
 Gérant
 Négociateur (après la question 5 ci-dessous, allez directement à la question 24)

(3) Depuis combien de temps exercez-vous ce métier ?

(4) Depuis combien de temps l'exercez-vous dans votre établissement actuel ?

DESCRIPTIF

(5) Sur quel(s) marché(s) intervenez-vous ? (cochez les cases correspondantes, plusieurs réponses possibles)

- Premier Marché
 Second Marché
 Nouveau Marché
 Hors cote
 Actions zone euro
 Actions reste du monde
 Trackers
 Marchés à terme (MATIF, MONEP)
 Marchés obligataires
 Titres monétaires
 Dérivés (swaps, warrants...)
 Marché des changes

(6.1) Quelle est, en moyenne, la part de petites et moyennes capitalisations dans votre portefeuille ?

- Moins de 10%
 Entre 10 et 20%
 Plus de 20%

(6.2) Cette part évolue t-elle en fonction du cycle économique ?

- Oui
 Non, la part des petites et moyennes capitalisations ne dépend pas du cycle économique.

(7) Avez-vous recours, pour plus de la moitié de vos décisions, aux techniques ou aux pratiques suivantes ? (plusieurs réponses possibles)

- Analyste technique (chartiste)
 Etude de la rotation sectorielle
 Calcul de la tracking error

(8) Si l'on vous a imposé les obligations ou contraintes de gestion suivantes, dans quelle mesure les jugez-vous contraignantes pour votre liberté de gestion ? (ne cochez rien si une contrainte ne vous est pas imposée)

	Très contraignant	Peu contraignant	Pas contraignant
La variation d'un titre (dispersion) ne peut excéder une certaine proportion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
La part d'une valeur ne peut excéder une certaine proportion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Il existe des règles pour couper les positions perdantes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Il existe des règles pour couper les positions gagnantes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	

(9) Quel est l'horizon de placement de votre OPCVM ?

(10) A quelle(s) échelle(s) de temps est évaluée la performance de votre OPCVM ?.....

(11) Quel est l'encours de l'OPCVM ?

(12) Pouvez-vous estimer la vitesse de rotation de la moitié de votre portefeuille ?

- Moins d'un mois
 Un à six mois
 Six mois à un an
 Un à trois ans
 Plus de trois ans

(13) Combien de temps en moyenne conservez-vous un titre en portefeuille ?

- Moins d'un mois
 Un à six mois
 Six mois à un an
 Un à trois ans
 Plus de trois ans

(14) Détenez-vous un titre quelques jours seulement :

- Très souvent
 Assez souvent
 Peu souvent
 Jamais

(15) En termes de concentration du portefeuille, combien de valeurs représentent 50% de votre portefeuille ?

- Moins de 10 valeurs
 Entre 10 et 20 valeurs
 Entre 20 et 30 valeurs
 Plus de 30 valeurs

(16.1) En moyenne, de combien de points de pourcentage modifiez-vous la part d'une valeur ?

(16.2) Quelle est la taille moyenne, en euros, de l'intervention sur une valeur ?

LA SELECTION DES VALEURS

(17) Quelle est votre premier critère de sélection des valeurs ?
(Une seule réponse possible)

Sélection d'une valeur en tant que composante d'un indice ou d'un référent déterminé, en écartant les valeurs qui n'en font pas partie **(allez en 18.1)**

Sélection d'une valeur orientée avant tout par des données fondamentales sur la société **(allez en 18.2)**

Sélection d'une valeur selon son secteur et/ou par les caractéristiques macroéconomiques du secteur d'appartenance **(allez en 18.3)**

(18.1) Pour choisir une valeur parmi celles de l'indice : (une seule réponse)

- Vous répliquez uniquement la composition de l'indice
- Vous sélectionnez les sociétés en fonction de données fondamentales qui leur sont spécifiques
- Vous vous intéressez avant tout aux évolutions macroéconomiques des secteurs

(18.2) Quelles sont les caractéristiques propres aux entreprises que vous sélectionnez ? (Une seule réponse)

- Vous privilégiez les valeurs décotées à fort potentiel de hausse
- Vous privilégiez les sociétés présentant des croissances stables et régulières des bénéfices
- Vous préférez saisir des opportunités ponctuelles

(18.3) Votre portefeuille se concentre-t-il surtout sur un seul secteur ?

- Oui
Lequel : **(allez en 18.31)**
- Non, il comporte plusieurs secteurs **(allez en 18.32)**

(18.31) Comment sélectionnez-vous les sociétés de ce secteur ? (Une seule réponse)

- D'abord par la nature de leur activité (services, industrie ...) puis en fonction des caractéristiques propres à chaque entreprise
- D'abord par les données fondamentales, quelle que soit la nature de l'activité de l'entreprise

(18.32) Comment déterminez-vous la proportion de chaque secteur dans le portefeuille ? (Une seule réponse)

- D'abord en étudiant le cycle économique et les perspectives macroéconomiques globales de chaque secteur, puis les données fondamentales propres aux sociétés
- D'abord en étudiant les données fondamentales propres aux sociétés, d'où vous déduisez les perspectives de leur secteur d'appartenance

LA PERFORMANCE

(19.1) Comparez-vous la performance du portefeuille à un indice ou un référent ?

- Oui Lequel **(allez en 19.2)**
- Non **(allez directement en 20.1)**

(19.2) Si oui, quel est le but de cette comparaison ?

- Savoir si un objectif de réplication de l'indice ou du référent, fixé par engagement contractuel, est atteint
- Savoir si un objectif de surperformance, fixé par engagement contractuel, est atteint
- Uniquement fournir des éléments de comparaison aux détenteurs de l'OPCVM, à titre informatif

LE STYLE DE GESTION

(20.1) S'il fallait classer votre style de gestion actuel dans une seule des catégories suivantes, laquelle choisiriez-vous ?

- Gestion indicielle
- Gestion quantitative
- Gestion qualitative (stock-picking non typé)

- Gestion alternative
- Stock picking orienté Value
- Stock picking orienté Growth
- Gestion sectorielle

(20.2) Personnellement, comment nommez-vous votre style de gestion ?

(20.3) Vous est-il arrivé d'infléchir le style de gestion d'un même OPCVM ?

- Oui **(allez en 20.4)**
- Non **(allez directement en 21)**

(20.4) Si oui, lors de votre dernier changement, Vous étiez plutôt :

- Gestion indicielle
- Gestion quantitative
- Gestion qualitative (stock-picking)

- Gestion alternative
- Gestion Value
- Gestion Growth
- Gestion sectorielle

Et vous êtes devenu :

- Gestion indicielle
- Gestion quantitative
- Gestion qualitative (stock-picking)

- Gestion alternative
- Gestion Value
- Gestion Growth
- Gestion sectorielle

(20.5) Quelle fut la raison de cette inflexion ? (plusieurs réponses possibles)

- Passage d'une période haussière à une période baissière
- Passage d'une période baissière à haussière
- Changement de personnel dans votre société
- Changement de style de gestion de gérants extérieurs à votre société
- Autre :

(20.6) Pouvez-vous dater ce changement de style ?

LA DECISION

(21) Supposons que suite à un mouvement opposé à celui que vous avez initié, les résultats de l'OPCVM soient décevants. Vous préférez, *dans la majorité des cas* :

- Attendre le retournement du marché
- Immédiatement changer de stratégie
- D'abord attendre un retournement, puis changer de stratégie de gestion si le retournement tarde à venir

(22) Dans quelle mesure les éléments suivants influencent-ils vos choix ?

	B Beaucoup	assez	peu	P Pas du tout
Les classements d'OPCVM (Bloomberg, Le Revenu ...)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La performance passée de votre OPCVM	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
L'évolution du marché	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

(23) Dites si les facteurs suivants motivent *plus de la moitié* de vos transactions (*plusieurs réponses possibles*)

- Les recommandations d'analystes
- Les rachats/ventes d'actions, ou de parts, de votre OPCVM
- Les réallocations ou rebalancements de portefeuille
- Les informations dans la presse ou les sites financiers
- Les commentaires d'autres gérants OPCVM actions.
- Les entretiens avec les dirigeants d'entreprises
- La publication des comptes des entreprises
- La position d'autres gérants sur le marché
- Les variations fortes et soudaines des valeurs en portefeuille

LES COURTIER(S) (BROKERS)

(24) Pour passer vos ordres, à combien de courtiers, en moyenne, vous adressez-vous ?

(25) Précisez si les éléments suivants influencent votre choix de courtier (*plusieurs réponses possibles*)

- Le conseil financier du sales (vendeur)
- Les informations de l'analyste de la société de courtage
- La réputation de la société de courtage
- La qualité de l'exécution de l'ordre (prix de la transaction, volumes réalisés)

LES ANALYSTES

(26) Pour prendre vos décisions, à quelle fréquence vous informez-vous auprès des personnes suivantes ?

	Quotidien- nement	souvent	par- fois	jamais
L'analyste(s) de votre société de gestion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
L'analyste(s) d'une société de courtage	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
L'analyste(s) d'autres sociétés de gestion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

(27) Dans quelle mesure les éléments suivants interviennent-ils pour évaluer la crédibilité d'un analyste ?

	très important	assez important	peu important	pas important
La lecture des notes et du reporting de l'analyste	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La renommée de l'analyste auprès d'autres gérants de fonds	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La façon dont l'analyste se distingue du consensus	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Les arguments que développe l'analyste lors d'entretiens, réunions ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La position de l'analyste dans les palmarès ou classements publiés	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La connaissance qu'a l'analyste des dirigeants de la société ou du secteur concerné	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La capacité de l'analyste à attirer le consensus à lui	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

(28) Dans la mesure où vous jugez un analyste crédible, son conseil peut-il influencer les éléments suivants ? (*plusieurs réponses possibles*)

- Nature de la décision (achat, vente, neutre)
- Le timing de la décision
- Les volumes engagés dans l'opération

Annexe 3 : Du style déclaré au style théorique

Tableau 4 : correspondance entre styles théoriques et déclarés

Réponses à la question sur la sélection des valeurs	Réponses à la question sur le rôle du benchmark	"vérifier la réplication"	"vérifier un engagement de surperformance"	"sans objectif a priori ou sans référent"
"Uniquement réplication d'un indice"		théorique : Indiciel déclaré : Indiciel : 6 (100%)	théorique : Quantitative déclaré : ns Quantitatif : 2 (66%) Growth : 1 (33%)	théorique : ns déclaré : Indiciel : 2 (40%) Stock-picking : 2 (40%) Sectoriel : 1 (20%)
"Indice puis données fondamentales"				
"Indice puis secteur de la société"				
"Données fondamentales, puis valeurs décotées à fort potentiel"			théorique : ns déclaré : ns Growth : 1 (50%) Stock-picking : 1 (50%)	théorique : Value déclaré : Stock-picking : 8 (57%) Value : 6 (43%)
"Données fondamentales, puis sociétés à croissance régulière"		théorique : ns déclaré : Stock-picking : 5 (100%)		théorique : Growth déclaré : Stock-picking : 10 (48%) Growth : 9 (43%) Value : 1 (7%) Indiciel : 1 (7%)
"Données fondamentales, opportunités ponctuelles"			théorique : Stock-picking déclaré : Stock-picking : 3 (60%) Growth : 1 (20%) Sectoriel : 1 (20%)	théorique : Stock-picking déclaré : Stock-picking : 10 (71%) Quantitatif : 2 (14%) Value : 1 (5%) Growth : 1 (5%)
"Secteur unique, puis type d'activité"			théorique : ns déclaré : ns (0)	théorique : Stock-picking déclaré : ns Stock-picking : 1 (100%)
"Secteur unique, puis données fondamentales"				
"Perspectives macro des secteurs"		théorique : ns déclaré : ns (0)	théorique : Sectoriel déclaré : ns Sectoriel : 1 (50%) Stock-picking : 1 (50%)	théorique : Sectoriel déclaré : ns Sectoriel : 1 (50%) Stock-picking : 1 (50%)
"Part des secteurs d'après données fondamentales"			théorique : Sectoriel déclaré : ns (0)	théorique : Stock-picking déclaré : ns (0)

Source : auteurs.

Lecture. Chaque case compare le style théorique, élaboré a priori, aux styles déclarés par les gérants dans le questionnaire, suivi de leur effectif et pourcentage. Le style théorique est attribué par les auteurs en fonction des réponses aux questions 18 sur la sélection de valeurs et 19 sur le rôle du référent (benchmark).

Les réponses « ns » signifient que l'on attendait peu d'individus à ce croisement, ou que le nombre de réponses est inférieur à 5% du total (soit moins de 4 individus).

Exemple 1 : parmi les gérants ayant répondu « je sélectionne, en fonction des données fondamentales, des valeurs décotées » (4^{ème} ligne) OU « je sélectionne selon les données fondamentales des sociétés à croissance régulière » (5^{ème} ligne) ET « j'ai un objectif de surperformance » (2^{ème} colonne), alors 1 gérant a répondu « growth » et un autre « stock-picking ». On attendait peu de réponses : c'est le cas puisque l'effectif est inférieur à 5% pour ce croisement.

Exemple 2 : les gérants ayant répondu « je sélectionne d'abord en fonction des données fondamentales, en saisissant des opportunités » (6^{ème} ligne) ET « pas d'objectif a priori » (3^{ème} colonne) devaient selon nous déclarer un style « stock-picking ». Or c'est largement le cas puisque 71% des effectifs à ce croisement ont déclaré un style stock-picking.

Pour chaque réponse « déviante » (styles théoriques et déclarés discordants), nous avons croisé les réponses du questionnaire aux fiches-produits ou rapports de gestion des sites Internet et aux déclarations COB, ainsi qu'éventuellement aux entretiens menés avec les gérants. En réalité les réponses « stock-picking », « growth » et « value » sont proches, on peut considérer que seules 10 de ces 19 réponses sont vraiment différentes de ce que l'on attendait ; ainsi 86% des déclarations sont globalement conformes à nos attentes.

Ce *dépouillement systématique* nous a permis de traiter les réponses déviantes. Soit en conservant le style déclaré (changement de « case » dans le tableau : 8 cas), soit en les supprimant de la base (questionnaire et documents trop incohérents : 1 cas), soit en conservant le style théorique (par exemple, les réponses « stock-picking » là où l'on attendait « sectoriel » sont considérées comme des réponses « sectoriel » : 10 cas.)

Cela est justifié par le fait qu'on ne s'intéresse pas aux étiquettes –aux noms des styles– mais à des pratiques –modes de sélection des valeurs et objectifs de gestion. Finalement, après traitement des 19 fonds « déviants » apparaissant sur ce tableau on obtient in fine un effectif de n=79 pour les styles théoriques contre n=80 pour les styles déclarés. Toute l'analyse porte sur les styles théoriques.

Tableau 5 : Comparaison entre styles théoriques et déclarés

	style déclaré			style théorique		
	effectif	% effectif	% encours	effectif	% effectif	% encours
Alternatif	1	1,25%	0,03%	0	0,00%	0,00%
growth	8	10,00%	10,30%	19	24,05%	19,65%
indiciel	9	11,25%	7,35%	9	11,39%	7,90%
quantitatif	4	5,00%	14,20%	3	3,80%	1,75%
sectoriel	4	5,00%	3,15%	13	16,46%	15,05%
stock picking	41	51,25%	50,80%	21	26,58%	35,40%
value	13	16,25%	14,17%	14	17,72%	20,25%
	80	100,00%	100,00%	79	100,00%	100,00%

Ce tableau rend compte des styles déclarés par les gérants et des styles théoriques que nous avons établis. Nous observons des différences notables au niveau des styles growth, sectoriel et stock picking. Stock picking a sans doute joué le rôle de réponse fourre-tout. Les réponses fournies et les informations récoltées nous ont permis de les replacer en styles growth ou sectoriel. La faible part de gestion alternative (1.3%) confirme la place encore limitée des fonds de ce type. Au regard des réponses données, nous avons reclassé ce fonds en style stock-picking.

Nous pouvons remarquer que la gestion indicielle ne représente que 11.39% de l'échantillon. **La grande majorité des réponses relèvent donc de la gestion active.**

On note par ailleurs que la part des « **bottom-up** » est de 76% contre 24% pour les gérants « **top-down** ». Ceci distingue les gérants qui commencent la sélection des valeurs par une analyse au niveau des entreprises (bottom-up) ou au moins au niveau national (top-down). Les lignes 3,4,5 du tableau 4 ci-dessus constituent les gérants bottom-up, les autres étant considérés comme top-down.

Annexe 4 : Méthodologie

1. Tests statistiques utilisés : présentation et interprétation¹⁵

Test du chi-deux

C'est un test qui mesure l'écart entre les fréquences observées et théoriques (attendues ou espérées), il s'applique à des données qualitatives ou des données quantitatives regroupées en classes (test de qualité d'ajustement d'un modèle théorique aux données observées). Ce test est fondé sur la normalité des fréquences observées dans chacune des cases de la table de contingence. Pour appliquer le test du chi-deux, il faut que l'effectif total n soit grand (en général on prend un seuil >40) et que les effectifs théoriques soient tous supérieurs à 5¹⁶. Dans le cas où les effectifs théoriques sont inférieurs à 5 et que aucun regroupement n'est possible afin d'augmenter la taille de l'effectif, il faut utiliser un test exact de Fisher (règle de Cochran in Cochran W. G., 1954, « Some Methods for Strengthening The Common Chi-square Tests », *Biometrics*, 10 : 417-451).

Test exact de Fisher

Lorsque les effectifs sont trop petits, on transforme l'inconvénient des échantillons de petites tailles en bénéfice en énumérant l'ensemble des arrangements possibles des observations puis en calculant les probabilités exactes de chaque arrangement. Le seuil montrant la dépendance des deux variables est $pr. \leq 0.05$.

Coefficient Phi

Il mesure l'association de deux variables. Il est dérivé du chi-deux de Pearson, compris entre 0 et 1. C'est le seul qui permet de déterminer si le lien entre les deux variables est positif ou négatif.

-1 à -0.7	Forte association négative
-0.7 à -0.3	Faible association négative
-0.3 à 0.3	Faible association ou association inexistante
0.3 à 0.7	Faible association positive
0.7 à 1	Forte association positive

2. Analyses discriminantes

Les analyses discriminantes effectuées dans le cadre de cette enquête ont toutes été réalisées sous le logiciel SAS. En analyse discriminante (méthode d'analyse factorielle), on cherche à distinguer *a priori* deux ou plusieurs groupes d'individus sur lesquels on mesure un ensemble de variables communes. On tente d'appréhender une éventuelle liaison entre symptômes et diagnostic en mettant en rapport la dispersion des individus du point de vue des symptômes en classes de diagnostic. Nous avons travaillé sur une analyse discriminante à six groupes, c'est-à-dire que notre variable symptôme ne pouvait conduire qu'à l'appartenance à un groupe sur les six (le style de gestion du gérant est indiciel, quantitatif, stock-picking, value, growth ou sectoriel, mais il ne peut pas être autre chose ou un mélange de plusieurs styles). La procédure STEPDISC de SAS fournit une méthode de sélection de variables pas à pas¹⁷.

3 Analyse en Composantes Principales (ACP) et Analyse Factorielle des Correspondances (AFC)¹⁸

Les méthodes factorielles regroupent trois techniques fondamentales : l'analyse en composantes principales (ACP), l'analyse des correspondances (AC) et analyse des correspondances multiples (ACM). Le tableau suivant regroupe les différentes méthodes :

Méthode	Variabiles qualitatives	Variabiles quantitatives
ACP	plusieurs	aucune
AC	aucune	deux
ACM	aucune	plusieurs

Analyse factorielle simple (ACP et AC) : Les méthodes d'analyse factorielle simple permettent l'exploration globale d'un tableau de données décrivant un certain nombre d'individus statistiques avec diverses variables de même nature. Ces méthodes étudient simultanément les liaisons entre les variables du tableau et la disparité des individus du point de vue de ces variables. Le principe clé de toute analyse factorielle est de traduire un tableau dans un espace sous la forme d'un nuage de point (on peut traduire chaque individu comme un point dans un espace dirigé par les variables ou on peut traduire chaque variable comme un point dans un espace dirigé par les individus). Ensuite, il faut chercher à visualiser les nuages obtenus sur les meilleures photos (projections planes) possibles.

Interprétation de l'ACP : Pour deux variables proches du cercle dans un plan factoriel : plus elles sont près l'une de l'autre, plus elles sont positivement corrélées, plus elles sont diamétralement opposées, plus elles sont négativement corrélées. Si elles forment un angle droit, leur corrélation est négligeable. On ne peut rien dire pour deux variables loin du cercle dans un plan factoriel.

Interprétation de l'AC : L'interprétation des axes se fait exactement comme dans toute ACP. L'intersection des axes représentent toujours le profil moyen (profil marginal ligne sur les plans directs, colonne sur les plans duaux). Ce point particulier est lui aussi attiré par les modalités lourdes de son profil. Si ce point d'origine est assez excentré par rapport au nuage, on peut donc voir sur les graphiques quelles sont ces modalités lourdes (proche de lui).

Analyse factorielle multiple (ACM)

Les méthodes factorielles multiples permettent à l'exploration simultanée de plusieurs tableaux décrivant un même ensemble d'individus, chaque tableau le faisant à l'aide d'un groupe de variables particuliers. Le principe est le même que celui de l'analyse factorielle simple.

¹⁵ Les seuils de significativité sont pris pour toutes les statistiques et tous les tests à 99% ou 95%.

¹⁶ Si les effectifs théoriques sont voisins de 5, on peut appliquer la correction de continuité de Yates. En effet, les effectifs observés varient par saut d'une unité et leur approximation à la loi Normale qui est continue engendre une sur-évaluation systématique du chi-deux.

¹⁷ Sous hypothèse de multinormalité des variables par classes et d'égalité des matrices de variances-covariances intra-classes.

¹⁸ Dans la présente étude, les ACP et AFC ont été réalisées sous Sphinx. Cette annexe est basée sur Bry X., 1995, *Analyses factorielles simples*, Economica et Bry X., 1996, *Analyses factorielles multiples*, Economica.

Annexe 5

LISTES DES 65 VARIABLES UTILISEES réparties en 3 catégories

1) FACTEURS STRUCTURANTS

AGE	Q1
EXPERIENCE TOTALE	Q3
EXPERIENCE ACTUELLE	Q4
ENCOURS OPCVM	Q11
FCP SICAV	P
ASSURANCE VIE	P
PEA	P
MONORY CEA	P
PROPRIETES	P
FRAIS GESTION	P
DTS ENTREE	P

3) INCIDENCE SUR MARCHÉ

NOMBRE INTERVENTION	C
HORIZON EP	P
PREMIER MARCHÉ	Q5
SECOND MARCHÉ	Q5
MARCHES A TERME	Q5
TITRES MONÉTAIRES	Q5
DERIVES	Q5
PART PMC	Q6
IMPACT VARIATION TITRE	Q8
IMPACT PART VALEUR	Q8
IMPACT POSITIONS PERDANTES	Q8
IMPACT POSITIONS GAGNANTES	Q8
HORIZON PLACEMENT	Q9
PERIODICITE EVALUATION PERF	Q10
VITESSE ROTATION	Q12
CONSERVATION MOYENNE TITRE	Q13
CONSERVATION COURTE DUREE	Q14
NOMBRE VALEURS	Q15
TAILLE MOYENNE INTERVENTION	Q16
CHANGEMENT STYLE	Q20.3

Qxx question xx du questionnaire

C calculé à partir des réponses du questionnaire

2) SOURCES D'INFORMATION

OUTIL CHARTISME	Q7
OUTIL ROTATION SECTORIEL	Q7
OUTIL TRACKING ERROR	Q7
SI RESULTATS DECEVANTS attendre	Q21
SI RESULTATS DECEVANTS changer	Q21
INFLUENCE CLASSEMENT	Q22
INFLUENCE PERF PASSEE	Q22
INFLUENCE EVOLUT MARCHÉ	Q22
RECOMMANDATION ANALYSTES	Q23
RACHATS OU VENTES	Q23
REALLOCATION OU REBALANCEMENTS	Q23
INFORMATION PRESSE	Q23
COMMENTAIRES AUTRES GERANTS	Q23
ENTRETIEN DIRIGEANTS	Q23
PUBLICATION DES COMPTES	Q23
POSITION AUTRES GERANTS	Q23
VARIATION FORTES ET SOUDAINES	Q23
SELECTION COURTIER (info analyste)	Q25
SELECTION COURTIER (qualité execution)	Q25
SELECTION COURTIER (conseil vendeur)	Q25
SELECTION COURTIER (réputation sté courtage)	Q25
INFO ANALYSTE SOCIETE COURTAGES	Q26
INFO ANALYSTE VOTRE SOCIETE	Q26
INFO ANALYSTE AUTRE SOCIETE	Q26
EVAL LECTURE NOTES	Q27
EVAL PAR RENOMMEE	Q27
EVAL PAR DIFF CONSENSUS	Q27
EVAL PAR ARGUMENTATION	Q27
EVAL PAR POSITION CLASSEMENTS	Q27
EVAL PAR CONNAISSANCE SOCIETE	Q27
EVAL PAR CAPACITE CONSENSUS	Q27
INFLUENCE ANALYSTE nature	Q28
INFLUENCE ANALYSTE volume	Q28
INFLUENCE ANALYSTE timing	Q28

P information publique

Annexe 6 :
RESULTATS : 40 VARIABLES SIGNIFICATIVES

1) FACTEURS STRUCTURANTS (variables numériques)		Test Student	Discri- minant	Enseignements
âge	Q1	oui	oui	i jeune
expérience totale	Q3	oui	oui	i moins
expérience actuelle	Q4	oui	oui	q moins
encours opcvn (moyenne)	Q11	oui	oui	i,q moins
droits d'entrée	P	oui	oui	q plus

Effectués uniquement sur variables numériques

Lecture : les indiciels et quantitatifs ont un encours moyen plus faible.

2) SOURCE INFORMATION (variables qualitatives)		Test Fisher	Test Phi	Discri- minant	Enseignements
outil chartisme	Q7	oui	fort		i,q,s non
outil rotation sectorielle	Q7	oui	faible		s, sp oui
outil tracking error	Q7		faible		i,q,s oui
attente si résultat décevant	Q21		faible		tous non
change si résultat décevant	Q21	oui	faible		s oui
influence évolution du marché	Q22	oui	faible	non	q peu
influence performance passée	Q22		faible	non	i non
entretien avec dirigeants	Q23	oui	faible		i,q non
information presse	Q23		faible		tous oui
position autres gérants	Q23		faible		tous non
publication des comptes	Q23	oui	faible		i,q non
rachats ou ventes de parts	Q23		faible		i oui
rebalancement du portefeuille	Q23		faible		i, q, s oui
variation forte du marché	Q23		faible		sp oui
influence de réputation courtier	Q25		faible		tous non
information sté courtage	Q26	oui	faible	oui	i,q non
évaluation analyste argumentation	Q27	oui	faible	non	q non
évaluation analyste consensus	Q27		faible	oui	q oui
évaluation analyste connaissance	Q27	oui	faible	oui	q non
crédibilité analyste nature	Q28	oui	faible		q non

3) INCIDENCE SUR MARCHÉ (variables numériques et qualitatives)		Test Fisher	Test Phi	Discri- minant	Enseignements
présence sur marché dérivé	Q5	oui	faible		i oui
présence sur marché terme	Q5		faible		q, s, i oui
présence sur second marché	Q5	oui	faible		i, q non
présence sur marché monétaire	Q5	oui	faible		tous non
part petite et moyenne capitalisation	Q6	oui	faible	oui	i, q,s faible
contrainte sur position gagnante	Q8		faible	non	q non
contrainte sur position perdante	Q8		faible	non	q non
contrainte liée variation cours	Q8		faible	oui	q non
horizon placement	Q9	oui	faible	oui	q court, s long
fréquence évaluation performance	Q10		faible	oui	q, s moins
vitesse rotation portefeuille	Q12		faible	oui	i rapide
conservation moyenne titre	Q14	oui	faible	oui	g, q courte
nombre de valeurs	Q15		faible	non	q grand
taille moyenne d'intervention	Q16		faible	oui	sp grande
horizon conseillé placement	P		faible	non	tous 24 mois

L'analyse discriminante a été effectuée sur variables numériques. Les tests de Fisher et de Phi, sur des classes de variables numériques.

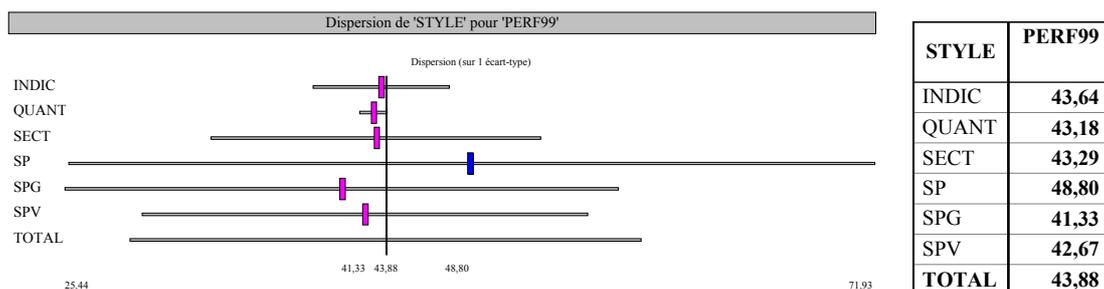
Légendes :

i indiciel, q quantitatif, s sectoriel, v value, g growth, sp stock picking

Variabiles numériques : Tableau de moyenne, Test de Student
Analyse discriminante avec Step Disk

Variabiles qualitatives : Test Exact de Fisher
Phi

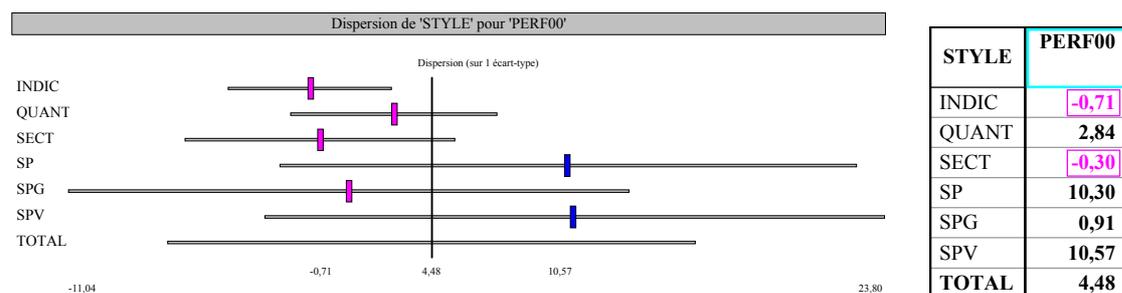
Annexe 7 : Performances annuelles et dispersion par style de 1999 à 2003



Les valeurs du tableau sont les moyennes calculées sans tenir compte des non-réponses. Aucun critère ne permet de discriminer les catégories. Résultats du test de Fisher : PERF99 : $V_{inter} = 80,65$, $V_{intra} = 228,51$, $F = 0,35$, $1-p = 12,16\%$. Les paramètres sont établis sur une notation de 1 (Moins de 16,22) à 7 (Plus de 96,40).

Commentaire 1999 :

L'année 1999 fut une très bonne année pour le fonds (performance 43.88%), grâce à l'envolée du CAC 40 et des titres de la Nouvelle Economie. Les fonds stock picking réalisent des performances moyennes meilleures, mais avec une forte dispersion. Les styles ne permettent pas d'expliquer les différences de performance.

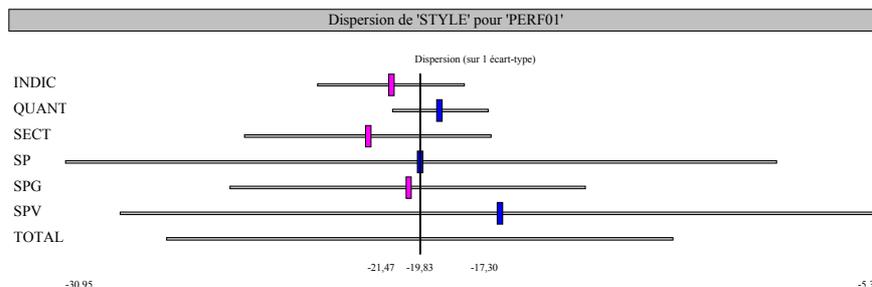


Les nombres encadrés correspondent à des moyennes par catégorie significativement différentes (test t) de l'ensemble de l'échantillon (au risque de 5%).

Résultats du test de Fisher : PERF00 : $V_{inter} = 306,91$, $V_{intra} = 110,55$, $F = 2,78$, $1-p = 97,38\%$. Les paramètres sont établis sur une notation de 1 (Moins de -7,31) à 7 (Plus de 35,38).

Commentaire 2000 :

L'année 2000 fut marquée par la poursuite de la bulle Internet jusqu'au printemps, puis du krach des titres de la Nouvelle Economie. La performance chute pour tous les styles. Les styles stock picking et value s'en sortent en moyenne mieux, mais avec une forte disparité. Les styles indicier et sectoriel présentent des profils homogènes avec des performances significativement plus faibles. Au regard du test de Fisher, les styles expliquent les performances réalisées.



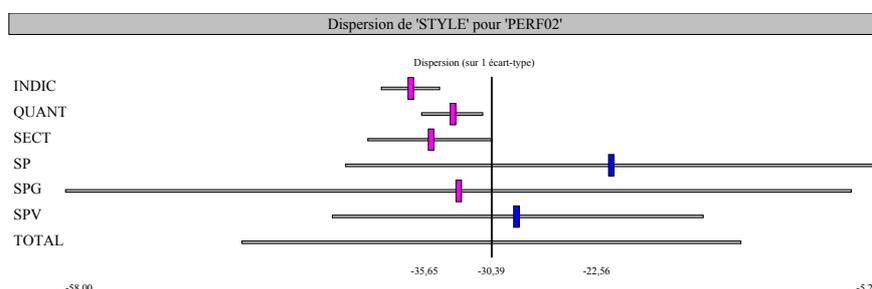
STYLE	PERF01
INDIC	-20,75
QUANT	-19,20
SECT	-21,47
SP	-19,81
SPG	-20,21
SPV	-17,30
TOTAL	-19,83

Aucun critère ne permet de discriminer les catégories. Résultats du test de Fisher : PERF01 : $V_{inter} = 23,88$, $V_{intra} = 66,48$, $F = 0,36$, $1-p = 12,54\%$

Les paramètres sont établis sur une notation de 1 (Moins de -31,63) à 7 (Plus de 7,27).

Commentaire 2001 :

L'année 2001 est marquée par une chute générale des cours ; les performances de tous les styles sont négatives. Le style value résiste mieux mais avec une forte hétérogénéité. Les styles n'expliquent pas les niveaux de performance.



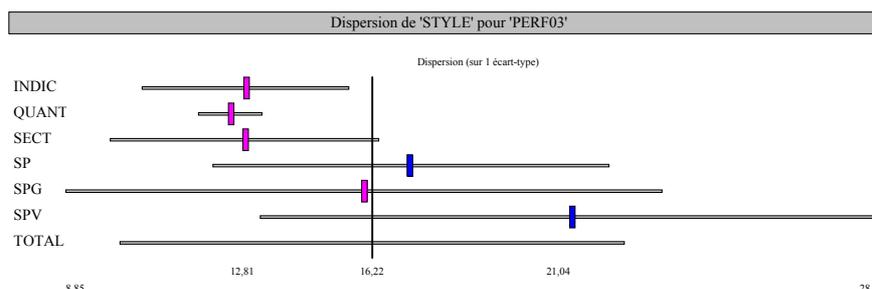
STYLE	PERF02
INDIC	-35,65
QUANT	-32,98
SECT	-34,40
SP	-22,56
SPG	-32,58
SPV	-28,67
TOTAL	-30,39

Aucun critère ne permet de discriminer les catégories. Les nombres encadrés correspondent à des moyennes par catégorie significativement différentes (test t) de l'ensemble de l'échantillon (au risque de 5%).

Résultats du test de Fisher : PERF02 : $V_{inter} = 298,85$, $V_{intra} = 257,18$, $F = 1,16$, $1-p = 66,19\%$ Les paramètres sont établis sur une notation de 1 (Moins de -91,49) à 7 (Plus de 26,09).

Commentaire 2002 :

La chute se poursuit. Les indiciels perdent significativement plus que les autres. Les styles value et stock picking s'en sortent relativement mieux. Les styles expliquent les niveaux de performance.



STYLE	PERF03
INDIC	13,18
QUANT	12,81
SECT	13,16
SP	17,15
SPG	16,02
SPV	21,04
TOTAL	16,22

Les noms des critères discriminants sont encadrés. Les nombres encadrés correspondent à des moyennes par catégorie significativement différentes (test t) de l'ensemble de l'échantillon (au risque de 5%).

Résultats du test de Fisher : PERF03 : $V_{inter} = 109,40$, $V_{intra} = 31,05$, $F = 3,52$, $1-p = 99,28\%$

Les paramètres sont établis sur une notation de 1 (Moins de 10,82) à 7 (Plus de 38,68).

Commentaire 2003 :

La hausse des cours permet aux fonds de retrouver une performance positive. Les styles indiciels, quantitatifs et sectoriels connaissent une performance significativement moindre ; les value au contraire ont une performance significativement meilleure. Les styles expliquent les niveaux de performance réalisés.