

LES STYLES DE GESTION DE PORTEFEUILLE EXISTENT-ILS ?

CATHERINE AARON[‡]
ISABELLE BILON[§]
SÉBASTIEN GALANTI[§]
YAMINA TADJEDDINE[§]

Les promoteurs de fonds d'épargne collective mettent souvent en avant le style de gestion du portefeuille comme argument commercial. Au-delà des discours, les gérants adoptent-ils réellement des pratiques de gestion différenciées ? Les praticiens répondent par l'affirmative à cette question. L'engouement actuel pour la multigestion en est une illustration patente (Roy, 2005). Cette stratégie consiste à arbitrer entre différents fonds, suivant certains critères comme la nature des titres détenus (actions, obligations, monétaires,...) le segment de marché de référence (grandes, moyennes, petites capitalisations) et le style de gestion. Ce dernier critère est crucial puisqu'il caractérise les pratiques effectives des gérants en matière de sélection des titres. Tout l'enjeu de la multigestion vise à identifier des styles afin de mieux anticiper les comportements futurs de chaque fonds.

Dans cette perspective, un certain nombre de recherches ont été menées afin de proposer des classifications des fonds sur la base de critères quantitatifs (Fant et O'Neal (1999) ; Chan, Chen et Lakonishok (2002)) puis qualitatifs (Pomorski (2004) ; Kim, Shukla et Tomas (2000)). Le présent article, fondé sur une enquête par questionnaire auprès de gérants français de fonds investis en actions, s'inscrit dans cette veine. Nos résultats mettent en évidence l'existence de styles à caractéristiques (structure, sources d'information, incidence sur le marché) distinctes. En cela ils justifient, par exemple, la diversification de portefeuille par styles de gestion pratiquée par les fonds multigestion.

[‡] Samos, Université Paris I

[§] EconomiX, Université Paris X

La première section de cet article explicite les objectifs et les hypothèses de la recherche menée. La deuxième section reviendra sur la méthodologie utilisée et sur l'échantillon étudié. Enfin, la troisième section analyse les caractéristiques des styles et compare leurs performances.

OBJECTIFS DE RECHERCHES ET HYPOTHESES

Pourquoi étudier les styles de gestion ?

La théorie standard du choix de portefeuille postule que l'investisseur arbitre parmi tous les actifs existants sur le marché, afin de maximiser le rapport rendement/risque. Il détermine ainsi un portefeuille efficient. Cette configuration implique des coûts de recherche d'informations et de traitement de données importants. Le gérant peut aussi opter pour une sélection *ad hoc* de titres. Il privilégie certains titres suivant des critères qui lui sont personnels. Le terme de style de gestion traduit cette liberté que s'accorde le gérant au regard des prescriptions de la théorie financière. « Le gérant qui adopte un style de gestion pense que celui-ci lui permet de construire un portefeuille dont la combinaison rendement/risque est supérieure à celles du portefeuille du marché » (Mathis, 2002). On parle de gestion active pour qualifier ces stratégies de sélection de titre, par opposition à la gestion passive, visant à reproduire le rendement d'un marché ou d'un portefeuille du marché.

La littérature relative aux styles de gestion a une vingtaine d'années. Elle concerne essentiellement des travaux économétriques qui visent à spécifier les déterminants de ces styles. Il s'agit d'expliquer les performances constatées ou les compositions de portefeuille à partir de données connues. Ces données furent d'abord des variables financières telles que l'évolution récente des cours ou le niveau de capitalisation des sociétés. Fant et O'Neal (1999) ou Chan, Chen et Lakonishok (2002) procèdent de la sorte pour classer des fonds collectifs américains. Berdot, Goyeau et Léonard (2005) justifient la diversification sectorielle des portefeuilles en mesurant le positionnement par rapport à la conjoncture et la sensibilité au marché financier des secteurs français. L'article de Aaron, Galanti et Tadjeddine (2004) propose une méthode originale à travers les cartes de Kohonen pour classer les fonds français. Depuis peu, des travaux intègrent aussi des critères plus qualitatifs et plus spécifiques aux fonds, tels que l'expérience du gérant, la taille de l'encours, le taux de rotation, comme dans Kim, Shukla et Tomas (2000).

La classification que nous proposons dans cet article rejoint des résultats déjà connus sur les différences entre les styles ; elle les renouvelle toutefois en précisant quels profils de gérant y sont associés, quels outils et quelles sources d'informations sont privilégiés par les gérants. *In fine*, nous espérons contribuer à une meilleure compréhension des stratégies des gérants et de leurs performances.

Les styles « théoriques » : proposition de définition

Mathis (2002) propose de distinguer trois phases dans le choix du portefeuille. La première phase, dite stratégique, conduit à préciser le segment du marché qui servira de référence (*benchmark*) pour le fonds. Il s'agit le plus souvent d'un indice du marché. Cette décision est prise avant la constitution du fonds et n'est généralement pas du ressort du gérant. La deuxième phase, dite « tactique », spécifie les objectifs attendus du fonds au regard du *benchmark* : s'agit-il de répliquer l'indice, de le surperformer ou seulement d'un étalon de comparaison ? Enfin, la troisième étape consiste en la sélection proprement dite des titres afin de satisfaire les objectifs de rentabilité impartis au fonds. Le gérant intervient seulement dans les deux dernières étapes.

Nous avons choisi de définir un style de gestion, que nous nommerons « style théorique », à travers ces trois éléments : (1) la présence ou non d'un référent, (2) la nature de l'influence du référent, (3) l'existence de conditions lors de la sélection des titres. De la sorte, nous pouvons distinguer six classes homogènes et exhaustives de style : Indiciel (I), Quantitatif (Q), Sectoriel (S), *Stock-Picking Value* (SPV), *Stock-Picking Growth* (SPG) et *Stock-Picking Stratégique* (SPS). Le tableau 1 précise ces six classes.

Tableau 1
Définition des styles théoriques

| Définition | (1) Existence d'un <i>benchmark</i> | (2) Objectif lié au <i>benchmark</i> | (3) Conditions sur la sélection des titres |
|------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---|
| Indiciel | Indice de marché | Répliquer | Appartenance à un indice |
| Quantitatif | Indice de marché | Surperformer | Appartenance à un indice |
| Sectoriel | Indice sectoriel | Surperformer | Secteur et cycle macro-économique |
| SP Stratégique | Pas systématique | Comparer | Données fondamentales & événements |
| SP <i>growth</i> | Pas systématique | Comparer | Croissance régulière des bénéfices |
| SP <i>value</i> | Pas systématique | Comparer | Valeurs décotées à fort potentiel de hausse |

Source : les auteurs.

D'autres définitions étaient légitimes. Nous aurions pu distinguer les stratégies « *top-down* » (I,Q,S) et « *bottom-up* » (SPS,SPG,SPV – voir Boulrier et Pardo, 2005). Notre appellation des styles reste arbitraire, elle n'a pas d'autre prétention que de nommer des groupes de gérants ayant des pratiques similaires :

- Le style indiciel consiste à donner une priorité aux valeurs appartenant à un indice. L'objectif est de répliquer un benchmark.
- 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.
- Le style sectoriel vise à sélectionner des titres suivant leur secteur d'appartenance, en tenant compte de leur positionnement dans le cycle

économique. La plupart des fonds optent pour un engagement de surperformance.

Les styles *stock-picking* sélectionnent prioritairement les valeurs en fonction de leurs données fondamentales. Ils n'ont aucun engagement contractuel vis-à-vis d'un indice, utilisé comme élément de comparaison. Il s'agit d'une gestion traditionnelle avec des paris faits sur des valeurs au regard de l'anticipation de leurs fondamentaux. Nous en distinguerons trois :

- Le style *growth* ou *stock-picking growth* : le fonds est orienté vers des sociétés ayant une activité reconnue, dont la croissance des bénéfices est régulière ;

- Le style *value* ou *stock-picking value* : le fonds privilégie les sociétés dont les cours boursiers sous-évaluent la valeur fondamentale et dont on prévoit une hausse importante ;

- Le style stratégique ou *stock-picking* stratégique : le gérant choisit des valeurs selon les informations et les anticipations qu'il reçoit. Il pourra être tantôt *value*, tantôt *growth*.

Notre article cherche à préciser les caractéristiques de ces six styles en les croisant avec des variables qualitatives obtenues principalement à partir du questionnaire.

Les hypothèses

Le seul comportement que la théorie standard du choix de portefeuille retient est l'optimisation du rendement d'un actif compte tenu de son risque. Dans cette optique, il n'y a aucune raison pour que des pratiques de gestion différentes coexistent. Autrement dit, il n'y a pas de raison pour que des styles existent. Notre premier test consiste donc à savoir si certains fonds ont des pratiques significativement différentes d'autres fonds.

H0 : La variable « style » ne différencie pas significativement les caractéristiques des fonds.

H1 : les fonds à l'intérieur d'une catégorie de style ont des caractéristiques (de structure, de sources d'information, d'impact sur le marché) homogènes. Chaque style se distingue des autres styles.

Par ailleurs, la théorie montre qu'il n'est pas possible de battre systématiquement le marché. Notre second test portera donc sur l'existence ou non de rentabilités de portefeuille différentes en fonction de styles, et si oui, il s'agira de les comparer à la rentabilité de l'indice de marché le plus large (en l'occurrence le SBF 250).

H0' : La variable « style » ne différencie pas significativement les rentabilités des fonds, et ces rentabilités ne sont pas supérieures à celles du marché.

H1' : les fonds à l'intérieur d'une catégorie de style ont des rentabilités homogènes et se distinguent des fonds ayant des styles différents. Les rentabilités de chaque style peuvent être supérieures à celles du marché.

Nous verrons que H0 est rejetée dans les deux cas.

MÉTHODOLOGIE

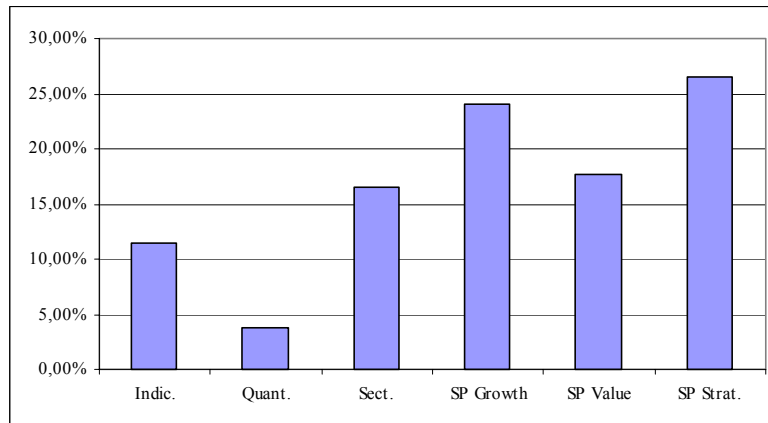
Afin de tester ces différentes hypothèses, et puisque aucune base de données existantes ne suffisait à cela, il nous a fallu collecter des données par questionnaire. L'enquête par questionnaire est une approche complémentaire à celle de l'économétrie. Si dans les deux cas l'objectif est de découvrir les motifs de la décision, l'une mobilise les données quantitatives observées, l'autre, les réponses fournies par les gérants. De la sorte, la définition des styles acquiert un fondement comportemental, plus proche des pratiques effectives des acteurs. Nous ferons ici une présentation succincte de l'enquête menée.

Encadré 1 **Structure du questionnaire**

- la *première partie* (14 questions) cherche à faire décrire au gérant son activités : en termes de marché(s) d'intervention, de fréquences, de contraintes...
- la *deuxième partie* (6 questions) concerne les étapes de la constitution de portefeuille : la sélection des valeurs et les objectifs de performance,
- la *troisième partie* (6 questions) est entièrement consacrée aux styles de gestion. Nous invitons dans cette partie le gérant à caractériser son style de gestion et les éventuelles raisons qui ont pu l'amener à en changer,
- la *quatrième partie* (5 questions) doit nous permettre de mettre en évidence les facteurs qui influencent le plus la décision du gérant,
- enfin, la *dernière partie* (3 questions) s'intéresse aux relations que le gérant entretient avec les analystes financiers.

Les questions de la deuxième partie du questionnaire, permettent d'attribuer à chaque fonds un style théorique conforme à la définition donnée dans le tableau 1. Par exemple, un gérant ayant répondu « je sélectionne les valeurs à partir de données fondamentales, puis je sélectionne les valeurs décotées à fort potentiel » et « mon *benchmark* est simplement un indice de comparaison », se verra attribuer le style théorique « *value* ». La distribution par style est donnée dans la figure 1.

Figure 1
Répartition des styles par nombre de fonds

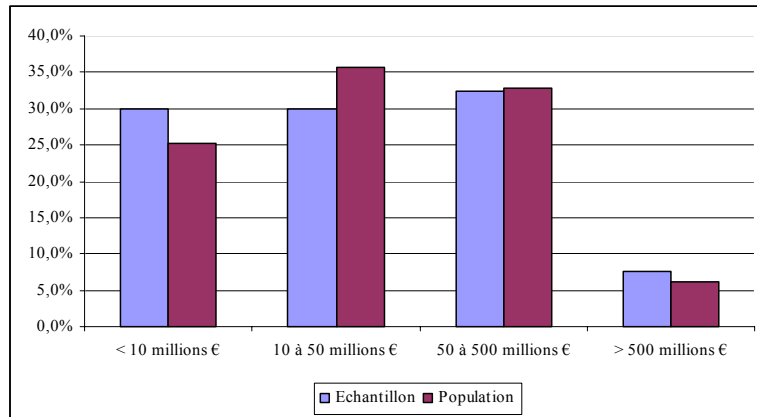


Source : les auteurs.

La gestion indicielle ne représente que 11,4% de l'échantillon. La grande majorité des réponses relèvent donc de la gestion dite « active », bien qu'elle soit la plupart du temps *benchmarkée*. Cela confirme des études récentes (Boulier et Coignard, 2003) qui soulignent la faible part de fonds indiciels. Nous avons aussi demandé aux fonds de déclarer leur style. Figurait en effet une question fermée, proposant sans les définir une liste de différents styles (*value, growth, indiciel,...*). En complément, suivait une question ouverte invitant le gérant à exprimer librement la façon dont lui même qualifiait son style. Nous pouvions de la sorte contrôler les biais inhérents à ces deux types de questions. Or, pour 86,2% des réponses, les styles déclarés correspondent aux styles théoriques, ce qui conforte nos définitions². Tous les résultats qui suivent ont été établis sur la base de ces styles « théoriques ».

Afin d'avoir une idée de la représentativité de notre échantillon nous avons comparé la taille des fonds de l'échantillon à ceux de la population, à savoir les fonds « Actions France » recensés par l'AMF (figure 2).

Figure 2
Comparaison des répartitions de fonds par taille



Source Population : AMF (2005), p.155. – Source Echantillon : calcul des auteurs à partir du questionnaire.

Le test du t de Student montre que la distribution des fonds du questionnaire n'est pas significativement différente de celle de la population au seuil de 5%.

RÉSULTATS : IDENTIFICATION DE STYLES HOMOGENES

Nous avons au départ 65 variables (la liste complète est donnée en annexe 1). Outre les réponses au questionnaire, nous avons également utilisé des données disponibles publiquement (sur les notices déposées auprès de l'AMF et les informations accessibles en ligne auprès des sociétés de gestion). Nous avons ensuite cherché à déterminer, sans *a priori*, si des variables pouvaient significativement distinguer ces styles. Nous avons obtenu 17 variables significatives. On peut donc rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle il n'existerait pas de différences de comportement entre les gérants de fonds. Pour faciliter l'interprétation, nous avons distingué trois ensembles de variables :

- Les *caractéristiques structurelles* : il s'agit d'éléments exogènes, indépendants des décisions de gestion (âge du gérant, structure de la propriété, taille du fonds...) qui peuvent influencer l'adoption d'un style.

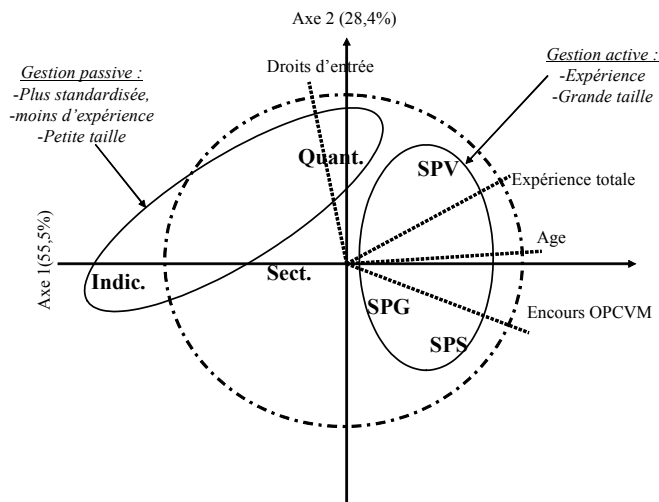
- Les *sources d'information* : elles regroupent l'ensemble des signaux informationnels pris en compte par le gérant. On distinguera les informations relatives à la valeur fondamentale, celles produites par la sphère financière et les routines utilisées.

- 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.

Caractéristiques structurelles

La figure 3 présente l'Analyse en Composantes Principales (ACP) réalisée sur les variables structurelles. Elle ne retrace pas tous les individus, mais seulement les coordonnées moyennes par styles. Les styles se regroupent en fonction des variables « âge du gérant », « années d'expériences » et « encours de l'OPCVM ». L'ACP montre que les gérants des styles relevant du *stock-picking* (*value*, *growth* et stratégique) sont plus âgés et ont plus d'expérience en moyenne que les styles indicieux, sectoriels et quantitatifs. Par ailleurs, dans notre échantillon, l'encours des fonds de style *stock-picking* stratégique est en moyenne plus important que les autres.

Figure 3
ACP sur les variables structurelles



Source : calcul des auteurs sous Sphinx (Indic : Indiciel, Quant : quantitatif, SPS : *Stock-Picking* Stratégique, SPG : *Stock-Picking Growth*, SPV : *Stock-Picking Value*, Sect : Sectoriel). **Lecture** : Le pourcentage indique la part de variance expliquée par les axes. La position moyenne des individus est en gras, celle des variables est en clair. Dans la mesure où ils sont éloignés du centre du cercle, plus les individus sont proches des variables, plus ils sont statistiquement liés. **Exemple** : les fonds *value* (SPV) ont en moyenne une plus forte *Expérience totale* ; les fonds indicieux (Indic) ont en moyenne un *Age* plus faible. Les ellipses entourant les individus relèvent de l'interprétation des auteurs.

Comment expliquer que les gérants indicieux soient plus jeunes et moins expérimentés que leurs collègues ? Il semble tout naturel de réserver ce type de gestion aux « débutants ». En effet, ce style consistant à répliquer un indice boursier, il 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.

Outre cette explication en termes de recrutement, on peut émettre une explication en termes d'offre de formation : les gérants plus jeunes ont été formés au moment où les théories de l'efficacité étaient largement diffusées ; ils seraient ainsi plus favorables aux méthodes indicieuses. Il y aurait là une traduction d'un processus plus général de standardisation de la

gestion de portefeuille. Les grands groupes bancaires chercheraient 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 terrain³.

Enfin, en moyenne, les fonds indiciels et quantitatifs sont plus petits que les autres. 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 (Negiar et Hoyos Gomez, 2005). La présente étude ne permet toutefois pas de conclure à ce sujet.

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, etc...), et aux coûts de transaction (frais de gestion, 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 le choix d'un style.

Sources informationnelles.

L'utilisation routinière de certains outils distingue clairement les styles. L'encadré 2 ci-après les décrit.

Encadré 2 Quelques outils utilisés par les gérants

Tracking error : (écart de suivi). Il mesure l'écart entre la performance du portefeuille et celle du *benchmark*. Plus la *tracking error* est élevée, plus le gérant prend de risques.

Rotation sectorielle : Elle vise à déterminer la sensibilité des secteurs à la conjoncture économique. Le gérant procède ensuite 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. 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.

Le tableau 2 ci-dessous retrace les principaux résultats. Nous retrouvons la même opposition (gestion active/passive) dans l'usage des outils. Les *value*, *growth* et stratégiques utilisent fréquemment les techniques chartistes. On peut y voir une préférence pour les stratégies *contrarian* plutôt que *momentum* (voir Boulier et Pardo, 2005) Cet outil permettant en outre la détection de titres sous-cotés, il est normal que les fonds *value* y recourent

plus que d'autres. Les trois autres styles utilisent davantage la *tracking error*. Le style sectoriel a recours à la rotation sectorielle.

Tableau 2
Tests menés sur les variables informationnelles

| Sources d'information | Variables | % de réponses "information Très/Assez importante" ou de réponses "oui" | | | | | | | Test Fisher | Test Phi |
|-------------------------------|---|--|------|------|-----|-----|-----|------|-------------|----------|
| | | SPG | I | Q | S | SPS | SPV | moy. | | |
| Routines | Usage de l'analyse technique | 88% | 5% | 12% | 38% | 81% | 95% | 61% | 0,0053** | 0,6804 |
| | Etude de la rotation sectorielle | 44% | 5% | 12% | 84% | 54% | 40% | 52% | 0,0191** | 0,5344 |
| | Calcul de la Tracking Error | 22% | 100% | 100% | 53% | 45% | 20% | 47% | 0,0613* | 0,4926 |
| Informations relatives | Publication des comptes | 63% | 11% | 12% | 69% | 66% | 78% | 59% | 0,0109** | 0,4384 |
| à la valeur fondamentale | Recommandations analystes | 73% | 22% | 33% | 61% | 47% | 50% | 54% | 0,1792 | 0,4242 |
| | Entretiens avec les dirigeants d'entreprise | 89% | 20% | 12% | 69% | 71% | 92% | 69% | 0,005** | 0,5861 |
| Informations issues du marché | Influence de l'évolution courante du marché | 83% | 57% | 33% | 53% | 84% | 92% | 75% | 0,0514* | 0,3841 |
| | Variations soudaines du marché | 31% | 33% | 33% | 30% | 66% | 37% | 41% | 0,2095 | 0,3024 |

Source : les auteurs. (I : Indiciel, Q : quantitatif, SPS : *Stock-Picking* Stratégique, SPG : *Stock-Picking Growth*, SPV : *Stock-Picking Value*, S : Sectoriel.) Le test de Fisher indique si les variables discriminent les styles, au seuil de (*) 10% et (**) 5%. Le test phi montre une dépendance des variables par rapport aux styles lorsque sa valeur est supérieure à 0.3.

Sur la nature des informations utilisées, on constate une nette séparation entre les styles qui reposent sur une logique fondamentaliste (*value*, *growth*, stratégique et sectoriel) et les styles répondant plus à une logique financière – au sens de la théorie financière des marchés (indiciel et quantitatif).

Les premiers accordent une grande importance aux informations relatives à l'activité des firmes, que ce soit par la publication des comptes, les entretiens avec les dirigeants ou les conseils des analystes. *A contrario*, les indiciels et quantitatifs recourent peu à ces informations.

Toutefois, les *value*, *growth* et stratégiques tiennent aussi compte des signaux émis par le marché lui-même, l'évolution des cours le marché fournit en effet des informations sur la valeur fondamentale ou sur l'opinion des intervenants. Au contraire, ceux-ci suivent davantage des modèles construits à partir de la théorie financière, comme le montre l'importance de leur utilisation de la *tracking error* : le contrôle des risque est un paramètre important, puisque les positions sont prises en fonction du risque encourus, calculé à partir du *benchmark*.

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

Variables à 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

(dérivés, second marché, petites et moyennes capitalisations). Le tableau 3 indique nos principaux résultats.

Tableau 3
Tests menés sur les variables à incidence sur le marché

| Variables | % de réponses "oui" ou nombre d'années | | | | | | | Test Fisher | Test Phi |
|---|--|------|------|------|------|------|------|-------------|----------|
| | SPG | I | Q | S | SPS | SPV | moy. | | |
| Interventions sur les marchés dérivés | 0% | 44% | 0% | 38% | 14% | 7% | 16% | 0,0053** | 0,5297 |
| Interventions sur le Second Marché | 79% | 22% | 0% | 69% | 66% | 92% | 67% | 0,0035** | 0,539 |
| Part petites et moy. Capitalisations > 10% | 61% | 0% | 0% | 46% | 70% | 85% | 56% | 0,0031** | 0,5302 |
| Horizon de placement du gérant (nb d'année) | 4,53 | 5,25 | 3,00 | 6,25 | 4,20 | 4,15 | 4,76 | 0,0159** | 0,5358 |
| Durée moyenne de détention d'un titre >1 an | 44% | 100% | 33% | 84% | 57% | 38% | 59% | 0,0144** | 0,4228 |

Source : les auteurs. (I : Indiciel, Q : quantitatif, SPS : *Stock-Picking* Stratégique, SPG : *Stock-Picking* Growth, SPV : *Stock-Picking* Value, S : Sectoriel.) Le test de Fisher indique si les variables discriminent les styles, au seuil de (*) 10% et (**) 5%. Le test phi montre une dépendance des variables par rapport aux styles lorsque sa valeur est supérieure à 0.3.

Nous retrouvons l'opposition entre *stock-picking* et 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, fondant 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, notamment les fonds *value*. Au contraire, les styles indiciel et quantitatif privilégient les grandes capitalisations du Premier Marché. 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.

Enfin on constate que le style indiciel a davantage recours à la couverture sur les marchés dérivés, afin d'assurer l'objectif de réplication de la performance de l'indice.

Synthèse

Les styles de gestion sont des catégories présentant des différences significatives. 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, comme sur les métiers liés à la gestion d'actifs (tableau 4).

Tableau 4
Conséquences probables de l'adoption d'un style sur l'industrie de la gestion d'actifs et sur le marché boursier

| Si le style de gestion suivant devient prépondérant... | les conséquences probables sont : ... | ... et la logique d'allocation dominante est : |
|--|---|--|
| Indiciel | Embauche de jeunes diplômés, hausse de la durée de détention de titres, recours accru aux marchés dérivés | Passive Financière |
| Quantitatif | Mouvements de marché à court terme plus importants, demande de logiciels & bases de données, grandes capitalisations et titres liquides | Arbitragiste Recherche de liquidité |
| Sectoriel | Marchés plus sensibles à la conjoncture, rallongement de l'horizon moyen de placement | Economique Cyclique |
| Stratégique | Hausse de l'encours moyen des fonds, réaction des cours aux publications des comptes | Fondamentaliste Mimétique |
| Growth | Analystes technique & analystes financiers très sollicités, horizon de moyen terme | Fondamentaliste |
| Value | Développement des petites et moyennes capitalisations (Second Marché), hausse des besoins en analystes technique & analystes financiers | Fondamentaliste Petites capitalisations |

Source : les auteurs.

Style et performances des fonds

Nous avons enfin voulu comparer les performances de chaque style. On trouve que les fonds ont régulièrement une rentabilité supérieure à celle du marché, et que les rentabilités dépendent du style adopté : ceci nous permet de rejeter $H'0$. Toutefois, on remarque 1) qu'il n'y a pas un style systématiquement plus rentable que les autres, 2) que les résultats sont contingents à la période étudiée, on ne peut donc prévoir quel style sera gagnant à l'avenir.

Tableau 5
Rentabilités et écart-types annuels moyens par style (2002-2005)

| | SPG | I | Q | S | SPS | SPV | moy. | SBF 250 | Fisher |
|------|---------|---------------|---------------|---------------|---------|---------------|---------|-------------|----------|
| 2002 | -27,10% | -35,60% | -33,00% | -34,40% | -22,56% | -28,67% | -29,89% | -31,78% (°) | 0,0961* |
| | 3,41 | 0,63 | 1,15 | 4,03 | 4,46 | 3,4 | | | |
| 2003 | 16,00% | <i>13,18%</i> | <i>12,80%</i> | <i>13,10%</i> | 17,15% | <i>21,04%</i> | 16,21% | 13,14% (°) | 0,0062** |
| | 1,79 | 0,83 | 0,44 | 3,22 | 1,19 | 2,08 | | | |
| 2004 | 9,49% | <i>8,57%</i> | 9,68% | <i>6,84%</i> | 11,20% | <i>15,14%</i> | 10,81% | 8,03% (°) | 0,1617 |
| | 2,28 | 0,95 | 1,04 | 0,91 | 2,26 | 1,33 | | | |
| 2005 | 11,30% | 11,54% | 11,92% | <i>10,82%</i> | 12,50% | 12,60% | 11,96% | 10,00% (°) | 0,1533 |
| | 0,56 | 0,58 | 0,34 | 0,51 | 0,66 | 0,92 | | | |

Source : données Europerformance, calcul des auteurs sous Sphinx. (Indic : Indiciel, Quant : quantitatif, SPS : *Stock-picking* Stratégique, SPG : *Stock-picking Growth*, SPV : *Stock-picking Value*, Sect : Sectoriel).

Le chiffre en pourcentage est la rentabilité nette des frais de gestion, le chiffre sous la rentabilité est l'écart-type d'échantillon (erreur standard). L'année 2005 concerne le premier semestre.

(°) indique que les fonds ont une performance moyenne supérieure à l'indice de marché, selon un test t au seuil de 5% et (°) de 10%.

Les rentabilités de fonds mentionnées *en italiques* indiquent une moyenne pour ce style significativement différente de la moyenne de l'ensemble selon un test t au seuil de 5%.

Le test de Fisher indique si les styles se distinguent par leur dispersion, (**) au seuil de 5, (*) de 10%.

Les styles se différencient par la rentabilité moyenne mais aussi par la dispersion des rentabilités. En particulier, les fonds indiciels et quantitatifs ont des rentabilités homogènes dans leur catégorie. Les fonds stratégiques et *value* sont plus dispersés : il est plus risqué de parier sur ces styles dans le cadre d'un portefeuille de multigestion.

Une étude approfondie des performances des styles nécessiterait des données quotidiennes ; mais notre but était précisément d'appeler à un tel approfondissement, étant donnée la mise en évidence de styles homogènes.

CONCLUSION

Le questionnaire nous permet de cerner plus précisément les styles des gérants d'OPCVM. Nous avons défini six styles (indiciel, quantitatif, sectoriel, *stock-picking value*, *stock-picking growth* et *stock-picking* stratégique) à partir de trois critères : la présence d'un *benchmark*, son rôle et les conditions pesant sur la sélection des valeurs.

Sur cette base, nous montrons que ces styles se différencient suivant des déterminants structurels (âge, expérience, encours), suivant les sources d'information et les techniques utilisées, et enfin suivant l'impact de chaque style sur le marché. Nous avons aussi montré sur la période 2002-2005 des différences de performances entre ces styles.

La particularité de notre travail réside dans la définition des styles. En effet, il est rare de fonder une classification à partir des pratiques effectives des agents. 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 propre logique d'allocation des ressources. L'approche comportementale

suivie dans cet article affine donc la compréhension du fonctionnement du marché en apportant une vision plus précise de la pratique de ses acteurs.

ANNEXE

Liste des variables

| 1) Caractéristiques structurelles | | 2) Sources d'information | |
|-----------------------------------|--|---|---|
| <i>Relatives au gérant</i> | Age | <i>Relatives à la Valeur Fondamentale</i> | Recommandation des analystes |
| | Expérience totale | | Publication des comptes |
| | Expérience actuelle | | Entretien avec les dirigeants |
| <i>Relatives à la Société</i> | Encours de l'OPCVM | Information fournie par le courtier | Evaluation de la qualité de l'analyste par (argument, classements, connaissance sociétés, rapport au Consensus, réputation) |
| | FCP ou SICAV | Fréquence de la rencontre avec (analyste interne, analyste courtier, autre) | Influence de l'analyste sur (décision, volume, timing) |
| | Nature de l'actionnaire majoritaire (Assurance, Banque, Indépendant) | Information issue de la presse | Effet de résultats décevants (attendre, changer) |
| | | <i>Venant de la sphère financière</i> | Impact de variations soudaines du marché |
| <i>Relatives au produit</i> | Support Assurance Vie | Collecte de parts d'OPCVM | Changement de l'indice |
| | Support PEA | Commentaires des autres gérants | Positions des autres gérants |
| | Support Monory CEA | Influence du classement des fonds | Influence de la performance passée |
| | Frais de gestion | Influence de l'évolution du marché | Critères de sélection du courtier (rapidité, réputation, conseil) |
| | Droits d'entrée | <i>Routines</i> | Usage de l'analyse technique |
| 3) Incidence sur le marché | | Recours à la rotation sectorielle | Utilisation de la Tracking Error |
| <i>Structure du Portefeuille</i> | Taille moyenne d'intervention | | |
| | Nombre de valeurs en portefeuille | | |
| | Vitesse de rotation du portefeuille | | |
| | Période moyenne de détention d'un titre | | |
| | Horizon de placement du gérant | | |
| | Horizon de placement conseillé aux investisseurs | | |
| | Marchés d'interventions (Premier, Second, Dérivés, à Terme, Monétaire) | | |
| <i>Mimétisme</i> | Part des petites et moyennes capitalisations | | |
| | Impact de la position passée sur les décisions | | |
| | Impact de la variation du cours | | |
| | Fréquence du calcul de la performance du fonds | | |

Source : les auteurs

Le questionnaire comporte des questions fermées uniques, des questions fermées multiples, des questions échelles et des questions ouvertes, fournissant ainsi des variables aussi bien quantitatives que qualitatives.

Afin de déterminer les variables pertinentes pour notre analyse, nous avons confronté les variables à un test de significativité (test du Chi-Deux ou test exact de Fisher pour les petits échantillons), un test d'association (test Phi). Une fois les variables significatives obtenues, nous avons effectué un traitement statistique à plat (effectif, moyenne, écart-type, histogramme), puis des traitements statistiques croisés (mise en relation ligne/colonne de deux variables). Enfin, nous avons procédé à un traitement par analyse de données (ACP ou AFC selon les types de variables étudiées). Le présent article présente les résultats les plus significatifs.

NOTES

1. Ce questionnaire a été testé auprès de trois professionnels de la gestion avant d'être envoyé à notre population cible. Un premier envoi postal en avril 2003 a été adressé à 362 fonds. Il s'agit d'OPCVM (Sicav ou FCP) des catégories « Actions France ». Une relance par téléphone s'est ensuite étalée entre juin et 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). Le meilleur taux de réponse dans des enquêtes ayant la même population cible a été obtenu par Serret (2002), avec un taux de 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'euros, soit environ 50% de l'encours de la catégorie Actions France.

2. 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 réexaminé leur style théorique à partir de l'ensemble des réponses fournies. Notons que le style « alternatif » est de fait exclu du champ du questionnaire puisqu'il n'a pas été envoyé aux gérants de fonds de fonds (sur ce point, voir AMF (2005), chapitre 4). Finalement, nous obtenons 79 fonds répartis en six classes homogènes.

3. Il convient cependant d'éviter la caricature : tout gérant utilise à la fois des connaissances statistiques et des connaissances pratiques ; néanmoins leur poids relatif dans la gestion peut être différent.

BIBLIOGRAPHIE

- 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*, 114(4), p.507-527.
- AMF (2005), *Rapport Annuel 2004*, chapitre 4.
- BERDOT J-P, GOYEAU D., LEONARD J. (2005), « Les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles », *Revue d'Economie Financière*, n°78, p.345-362.
- BOULIER, J-F, COIGNARD Y. (2003), « La gestion indiciaire mise à l'index ? », *Analyse Financière*, n°8, p31-34.
- BOULIER J-F, PARDO C. (2005) « Mini-guide de la gestion pour compte de tiers ou tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs », *Revue d'Economie Financière*, n°79, p35-59.
- CHAN L., CHEN H-S, LAKONISHOK J. (2002) « On Mutual Fund Investment Styles », *Review of Financial Studies*, 15, p. 1407-1437.
- DEMARCHI M., THOMAS S. (1997), « Actions françaises : l'interaction entre la gestion de portefeuille et la négociation en bourse », in de Biais, Davydoff et Jacquillat (Dir.), *Organisation et qualité des marchés financiers*, p.85-106, PUF.
- FANT F., O'NEAL E. (1999) « Do you need more than one manager for a given equity style? », *Journal of Portfolio Management*, 25 (4), p.68-76.
- KIM M., SHUKLA R., TOMAS M. (2000), « Mutual fund objective misclassification », *Journal of Economics and Business*, 52, p. 309-323.
- MATHIS J. (2002) : *Gestion d'actifs*, Economica, Gestion.
- NEGIAR D., HOYOS GOMEZ A. (2005) « Gestion d'actifs : les économies d'échelle existent, mais faut-il les rechercher à tout prix ? », *Revue d'Economie Financière*, n°79, p183-196.
- POMORSKI L. (2004) « Style investing: evidence from mutual fund flows », *Working paper*, University of Chicago.
- ROY, D. (2005) « Les enjeux de la multigestion », *Revue d'Economie Financière*, n°79, p.153-164.
- SERRET V. (2002), « Processus de gestion des OPCVM Actions et efficacité des marchés financiers », *Document de travail*, mars, IAE Aix Marseille.
- SHILLER R.J (2000), « Measuring bubble expectation and investor confidence », *Journal of Behavioral Finance*, 1(1).
-