EMPIRICAL ASSET PRICING · PRÉSENTATION

Le fonds BCV Swiss Equity A a-t-il battu le marché suisse ?

Ce que disent les chiffres, et le lien avec Fama et French (2010)

Rendements mensuels en CHF · données du 2026-11-08 · générée le 8 novembre 2026 (version `919836e`)

La question

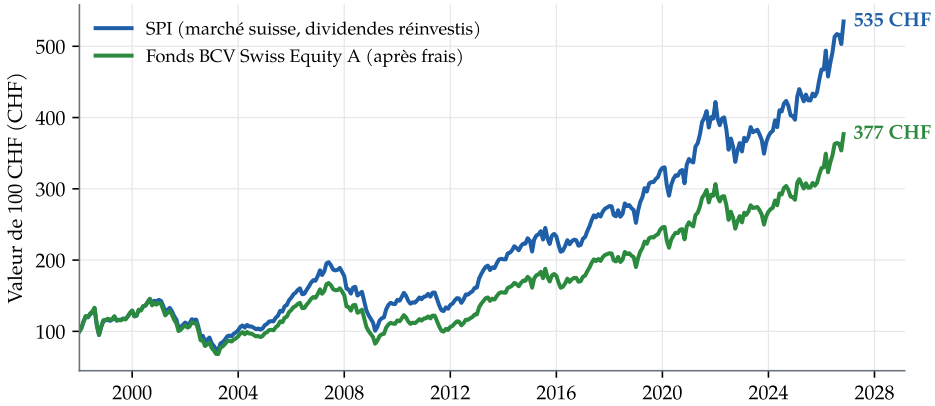
Un fonds **géré activement** : une équipe choisit les actions suisses qu'elle pense les meilleures, au lieu de simplement acheter tout le marché.
Ce travail a un prix : des **frais annuels** prélevés sur le fonds.

La question est simple : ce choix actif rapporte-t-il plus que le marché suisse, une fois les frais payés ?

Fonds	BCV Swiss Equity A
Gestion	active
Gérant	BCV Asset Management
Lancement	avril 1997
Indice de référence	SPI
Frais (TER)	1,11 % par an

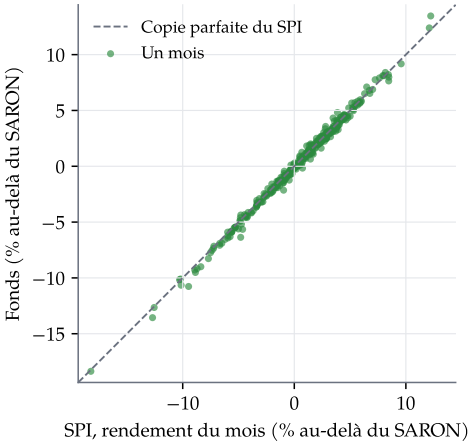
Le SPI regroupe presque toutes les actions suisses cotées, dividendes réinvestis. TER au mars 2026.

Premier regard : 100 CHF placés en janvier 1998



En 29 ans, le fonds a rapporté 4,7 % par an et le SPI 6,0 % : environ 1,3 point de moins chaque année, et le fonds n'a battu le SPI que pendant 33 % des mois.

Comparer à armes égales : le risque pris



Un fonds plus risqué que le marché *devrait* rapporter plus en moyenne. Ici, chaque point est un mois, et tous sont collés à la diagonale :

- le SPI explique **99,5 %** des variations du fonds ;
- SPI $+1$ % $\Rightarrow$ fonds $+$**1,02 %** en moyenne (le « bêta »).

Le fonds prend **le même risque que le marché** : il en est presque une copie.

L'alpha : la mesure de la valeur ajoutée

alpha = rendement du fonds − rendement *attendu* vu le risque qu'il prend sur le marché

- **alpha positif** : le gérant a fait mieux que ce que son exposition au marché laissait prévoir ;
- **alpha nul** : il n'a rien ajouté ni retiré ;
- **alpha négatif** : il a fait moins bien.

Pour savoir si l'alpha est réel ou dû au hasard, on regarde sa **statistique** t : au-delà de 2 environ (en valeur absolue), le hasard devient une explication peu crédible.

Mesure faite de janvier 1998 à octobre 2026 (346 mois), période où le fonds, le SPI et le taux sans risque suisse sont tous disponibles. Modèle de marché (Single Index), erreurs standards de Newey-West.

Résultat : un alpha négatif, et pas par hasard

−1,30 %

par an, après frais

statistique $t = -6{,}0$

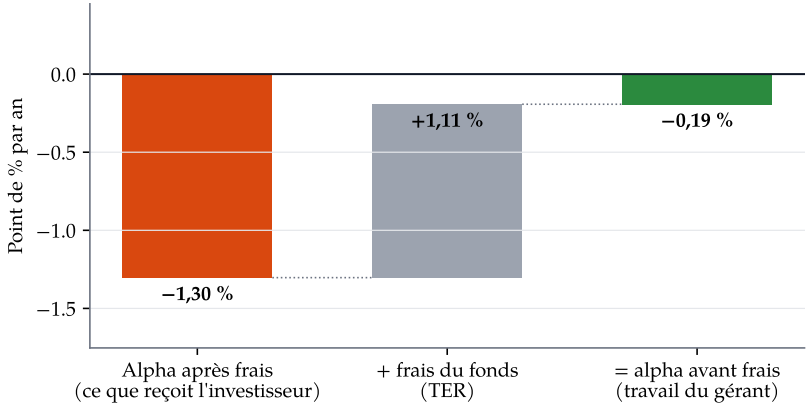
probabilité qu'un tel écart soit dû au hasard : moins de 1 sur 1000

Un écart aussi régulier ne s'explique pas par le hasard : le fonds a bel et bien rapporté moins que son exposition au marché le laissait attendre.

Le fonds suit le SPI de très près : même un petit écart, répété mois après mois, devient clairement visible.

En ajoutant les facteurs de taille, de style et de tendance (modèle de Carhart), on trouve −1,26 % par an ($t = -5{,}4$) : le verdict ne change pas.

D'où vient l'écart ? Les frais



Si l'on réajoute les frais du fonds (1,11 % par an), l'alpha devient **−0,19 %** ($t = -0{,}9$). Dans le modèle de marché, le fonds fait donc à peu près jeu égal avec le marché avant frais : l'écart restant est trop faible pour être distingué du hasard.

Et avec d'autres façons de mesurer le risque ?

Les modèles de Fama-French et de Carhart ajoutent au marché des facteurs de taille, de style, de tendance, de rentabilité et d'investissement.

	Après frais		Avant frais	
Modèle (SPI, facteurs suisses)	alpha/an	t	alpha/an	t
Modèle de marché (Single Index)	**−1,30 %**	**−6,0**	−0,19 %	−0,9
Fama-French 3 facteurs	**−1,33 %**	**−6,1**	−0,22 %	−1,0
Carhart (4 facteurs)	**−1,26 %**	**−5,4**	−0,15 %	−0,7
Fama-French 5 facteurs	**−1,33 %**	**−5,9**	−0,22 %	−1,0

En gras : significatif au seuil de 5 % ($|t|$ supérieur à 2 environ). Avant frais = rendement net + TER/12. Erreurs standards de Newey-West ; facteurs suisses de Global Factor Data (JKP) convertis en CHF.

Après frais, l'alpha est négatif et significatif dans les 4 modèles. Avant frais, aucun modèle ne détecte d'alpha significatif : le gérant fait jeu égal avec le marché, quelle que soit la façon de mesurer le risque.

Fama et French (2010) : chance ou talent ?

La question
Parmi des milliers de fonds, certains battent forcément le marché, rien que par chance. Comment savoir si les meilleurs ont *vraiment* du talent ?

Les données
Les fonds d'actions américains gérés activement, de 1984 à 2006.

L'idée
Simuler, par ordinateur, un monde où *aucun* gérant n'a de talent, puis le comparer au monde réel.

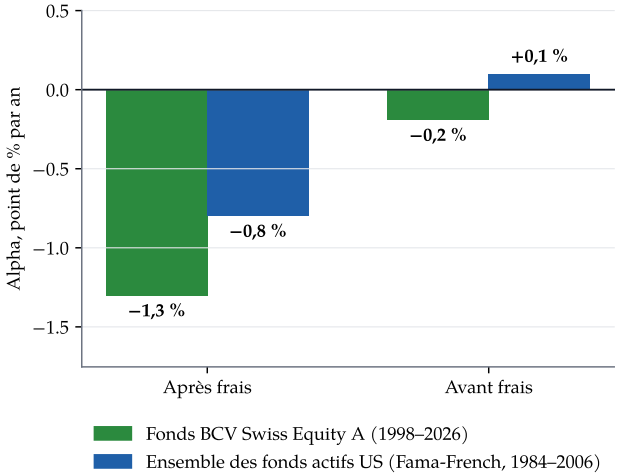
- si les meilleurs fonds réels ne font pas mieux que les meilleurs fonds « chanceux » simulés, leur succès s'explique par la chance ;
- s'ils font nettement mieux, il y a du talent.

Ce qu'ils ont trouvé

1. Tous ensemble, les fonds actifs détiennent **à peu près le marché** : ils ressemblent à un fonds indiciel.
2. Après frais, cet ensemble perd environ **−0,8 % par an** face au marché.
3. En réajoutant les frais, l'alpha remonte à environ **0,1 %** : les gérants, ensemble, ne créent ni ne détruisent de valeur ; **les frais expliquent toute la sous-performance**.
4. Fonds par fonds : très peu ont assez de talent pour couvrir leurs frais. Avant frais, on voit un peu de vrai talent… et un peu de vraie maladresse, aux deux extrémités.

En résumé : le marché, c'est la moyenne des gérants, et cette moyenne ne bat pas le marché, frais déduits.

Le parallèle avec le fonds BCV



Même portrait, à une autre échelle :

- un fonds qui **ressemble au marché** (bêta 1,02) ;
- un alpha après frais **−1,30 %**, pour 1,11 % de frais ;
- avant frais, ni talent ni maladresse mesurable.

Le fonds BCV se comporte comme l'« ensemble des fonds » de Fama et French.

Ce que l'on peut dire, et ce que l'on ne peut pas dire

On peut dire

- le fonds a rapporté moins que le SPI pour un risque comparable ;
- cet écart correspond pour l'essentiel aux frais ;
- c'est ce que la recherche observe en moyenne pour les fonds actifs.

On ne peut pas dire

- que le gérant manque de talent : avant frais, il fait à peu près jeu égal avec le marché ;
- que l'avenir ressemblera au passé ;
- que la comparaison avec Fama et French est exacte : un seul fonds suisse, une autre période, et le TER actuel appliqué à toute la période.

À retenir

1. Le fonds BCV Swiss Equity A suit le marché suisse presque à l'identique.
2. Après frais, il fait environ $-1{,}30$ % par an de moins que ce que son risque laissait attendre, et ce n'est pas un hasard.
3. Cet écart vient des frais : avant frais, la performance est proche de celle du marché, dans tous les modèles.
4. C'est la conclusion de Fama et French (2010) pour l'ensemble des fonds actifs : **ce sont les frais qui font la différence**.

Pour refaire les calculs (autres modèles, autres périodes) :
`https://cedricmasset.ch/Empirical-Asset-Pricing/`

Sources

- Fama, E. F. et French, K. R. (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 65(5), 1915–1947.

- Fonds : série officielle de performance, distributions brutes réinvesties, Gérifonds SA ; TER : fiche mensuelle du fonds.
- SPI (Swiss Performance Index, dividendes réinvestis) : Yahoo Finance depuis 2013, historique antérieur raccordé et contrôlé.
- SARON : Banque nationale suisse (data.snb.ch). Facteurs de style : Global Factor Data (Jensen, Kelly et Pedersen), facteurs suisses convertis en CHF.

Toutes les valeurs propres au fonds sont recalculées automatiquement à chaque mise à jour des données. Les chiffres de Fama et French sont ceux de l'article (portefeuille agrégé des fonds, pondéré par les encours, modèle à trois facteurs, arrondis). Ce document n'est pas un conseil en placement.