EMPIRICAL ASSET PRICING · RAPPORT COMPARATIF

Action BCV vs Fonds BCV

Comparaison des alphas

Action Banque Cantonale Vaudoise (BCVN) et fonds BCV Swiss Equity A (CH0006018706) · rendements mensuels en CHF · janvier 2003 – décembre 2025

Rapport généré automatiquement le 8 novembre 2026 à partir des données du 2026-11-08 · version `919836e`

L'essentiel

1. **Performances.** Sur les mêmes 276 mois, 100 CHF investis dans l'action BCV sont devenus 2 748 CHF (15,5 % par an), contre 430 CHF pour le fonds (6,5 % par an, frais déduits) et 561 CHF pour le SPI (7,8 % par an).
2. **Alphas face au SPI.** L'alpha de l'action est de 12,3 % par an, statistiquement significatif au seuil de 1 %. L'alpha du fonds, net de frais, est de −1,2 % par an, statistiquement significatif au seuil de 1 %.
3. **Écart.** L'écart d'alpha entre l'action et le fonds (13,6 % par an) est statistiquement significatif au seuil de 5 % ($z = 2{,}85$, $p = 0{,}004$).
4. **Lecture.** Ces deux alphas ne mesurent pas la même activité économique. Un alpha plus élevé n'est ni un meilleur placement en soi, ni une preuve sur la qualité de la gestion du fonds.

1 Deux alphas, deux objets différents

La BCV est présente sur ces deux supports, mais à des titres très différents. L'**action BCV** est une part de propriété de la banque : son rendement reflète l'ensemble de ses activités (crédit, gestion de fortune, gestion d'actifs, opérations de marché) et la valeur que le marché leur attribue. Le **fonds BCV Swiss Equity A** est un portefeuille d'actions suisses géré par BCV Asset Management pour le compte de ses investisseurs : son rendement, net des frais incorporés dans sa VNI, reflète les choix de gestion.

L'**alpha de l'action** mesure le rendement excédentaire historique de l'action que les facteurs retenus n'expliquent pas. L'**alpha du fonds** mesure la même chose pour le fonds, après ses frais. La question qui guide ce rapport est la suivante :

La banque a-t-elle généré davantage de rendement ajusté des facteurs pour ses propres actionnaires que pour les investisseurs de son fonds actions suisses ?

Les revenus de gestion du fonds font partie des revenus de la banque. La comparaison permet de juxtaposer la création de valeur pour les actionnaires et le résultat obtenu par les porteurs de parts. Elle ne permet pas d'établir de lien de cause à effet entre les deux.

2 Une comparaison à armes égales

Les deux actifs sont analysés sur exactement les mêmes 276 mois (janvier 2003 – décembre 2025), avec le même taux sans risque (SARON), le même marché et la même méthode statistique : erreurs standards de Newey-West avec 5 retards. L'action est mesurée dividendes réinvestis. Le

fonds est mesuré par sa série officielle de performance, distributions réinvesties, nette de frais, publiée par Gérifonds et contrôlée de façon indépendante par le pipeline.

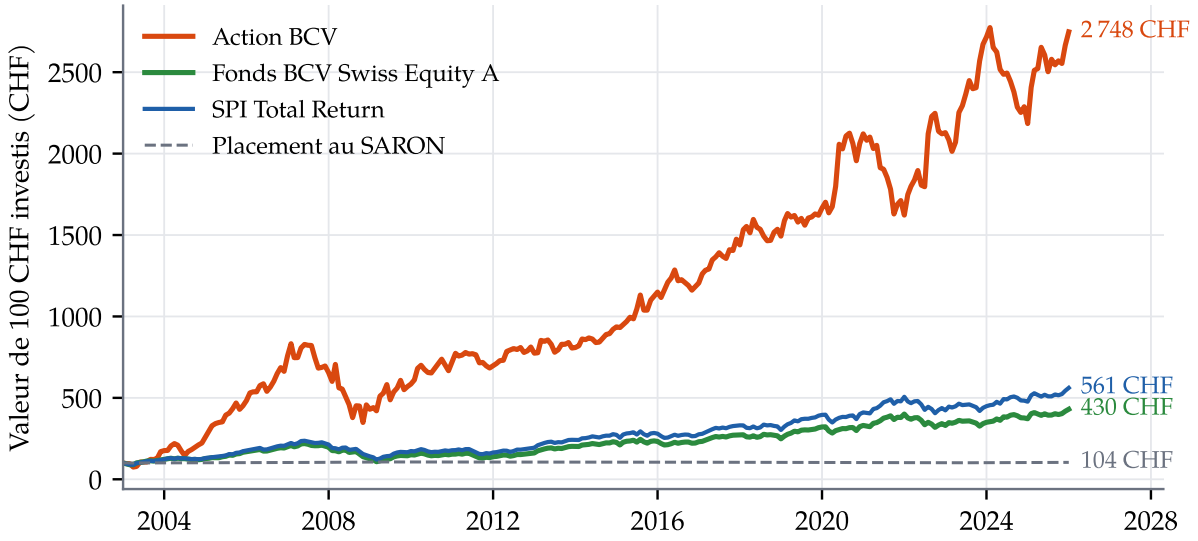


Fig. 1. Valeur de 100 CHF investis au début de la période, dividendes, distributions et intérêts réinvestis.

Série (rendement total)	Valeur finale de 100 CHF	Rendement annualisé	Volatilité	Perte maximale
Action BCV	2 748 CHF	15,5 %	24,0 %	−58,1 %
Fonds BCV Swiss Equity A	430 CHF	6,5 %	12,6 %	−50,8 %
SPI Total Return	561 CHF	7,8 %	12,4 %	−48,8 %
Placement au SARON	104 CHF	0,2 %	—	—

Tab. 1. Rendements annualisés (géométriques), volatilités annualisées et pertes maximales mesurées en fin de mois.

Sur la période, la performance du fonds est inférieure à celle du SPI. L'action a connu une volatilité plus forte (24,0 % contre 12,6 %) : elle concentre le risque d'une seule entreprise, alors que le fonds est diversifié.

3 Les alphas face au marché suisse

Pour chaque actif, on estime le modèle de marché : rendement excédentaire $= \alpha + \beta \times$ rendement excédentaire du SPI $+$ résidu. La figure 2 place les deux nuages de points côte à côte, à la même échelle.

Les deux nuages sont très différents. Le fonds suit le marché presque point par point (bêta 1,01, R^2 de 99,5 %) ; l'action s'en écarte beaucoup (bêta 0,59, R^2 de 9 %). Le fonds est beaucoup plus diversifié : son risque propre (volatilité résiduelle) est nettement plus faible que celui de l'action, ce qui rend son alpha plus précis.

L'alpha du fonds, net de frais, est de −1,2 % par an et significativement négatif : sur la période, le fonds a rapporté moins que son exposition au marché ne le laissait attendre, frais déduits. Un tel écart est de l'ordre de grandeur des frais courants d'un fonds actif. Pour l'action, l'alpha est de 12,3 % par an, mais avec une forte incertitude (de 3,1 % à 21,6 %). L'écart d'alpha entre l'action et le fonds (13,6 % par an) est statistiquement significatif au seuil de 5 % ($z = 2{,}85$, $p = 0{,}004$).

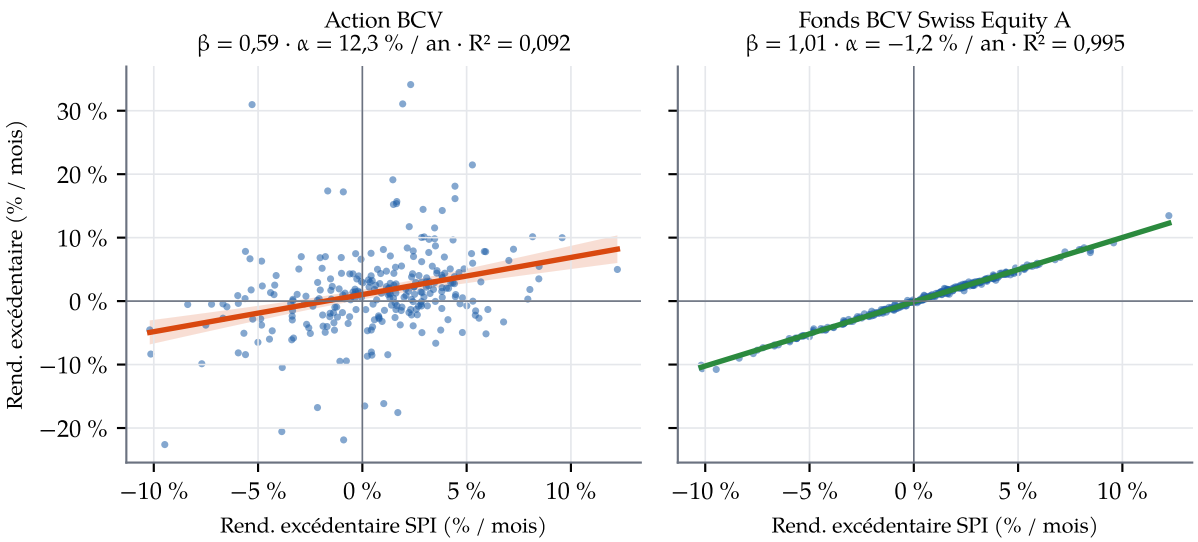


Fig. 2. Rendements excédentaires mensuels de l'action et du fonds contre ceux du SPI, mêmes mois et mêmes échelles. Les zones colorées sont les intervalles de confiance des droites.

Single Index (SPI), Newey-West	Action BCV	Fonds BCV	Écart (action − fonds)
α annualisé	12,35 %	−1,24 %	13,59 %
IC 95 % de l'α	[3,1 % ; 21,6 %]	[−1,6 % ; −0,9 %]	[4,2 % ; 22,9 %]
Statistique z de l'α	2,60	−6,24	2,85
p-value de l'α	0,009	< 0,001	0,004
Bêta de marché	0,59	1,01	
R^2	0,092	0,995	
Volatilité résiduelle (annuelle)	22,9 %	0,9 %	
Nombre de mois	276	276	

Tab. 2. Single Index Model, mêmes mois, Newey-West. La colonne « Écart » provient de la régression du rendement de l'action *moins* celui du fonds sur le SPI : son alpha est exactement la différence des deux alphas, et son erreur standard tient compte de la corrélation entre les deux actifs.

4 Et avec d'autres facteurs ?

Les modèles de Fama et French et de Carhart ajoutent au marché des facteurs de taille, de valeur, de momentum, de rentabilité et d'investissement. Les spécifications de référence reposent sur le SPI et les facteurs suisses de Global Factor Data (Jensen, Kelly et Pedersen), convertis en francs. Le marché et les facteurs européens de Fama et French servent d'analyse de robustesse.

L'alpha de l'action reste élevé et significatif à 5 % dans toutes les spécifications de référence (de 12,1 % à 13,1 % par an). Celui du fonds va de −1,3 % à −1,2 % (significatif dans 4 cas sur 4). Avec le marché européen, l'alpha de l'action va de 13,7 % à 14,9 % (significatif dans 4 cas sur 4) et celui du fonds de 2,1 % à 3,6 % : un fonds d'actions suisses mesuré contre un marché européen hérite mécaniquement de l'écart de performance entre les deux marchés. Pour le fonds, dont l'indice de référence est le SPI, les spécifications suisses restent la référence pertinente. L'écart entre l'action et le fonds est significatif à 5 % dans 4 spécifications de référence sur 4.

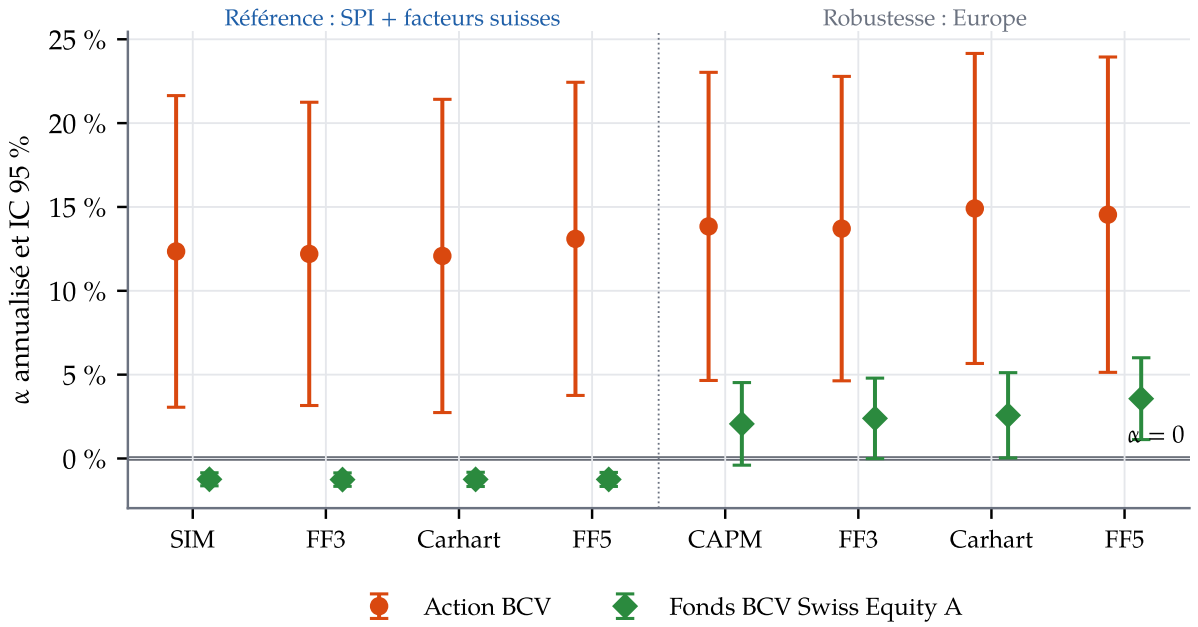


Fig. 3. Alpha annualisé et intervalle de confiance à 95 % de l'action et du fonds selon le modèle ; mêmes mois pour toutes les estimations.

Modèle	α action	p	α fonds	p	Écart	p
Référence : SPI TR et facteurs suisses (JKP)						
Single Index (SPI)	12,3 %	0,009	−1,2 %	< 0,001	13,6 %	0,004
Fama-French 3	12,2 %	0,008	−1,3 %	< 0,001	13,5 %	0,004
Carhart 4	12,1 %	0,011	−1,2 %	< 0,001	13,3 %	0,006
Fama-French 5	13,1 %	0,006	−1,2 %	< 0,001	14,3 %	0,003
Robustesse : marché et facteurs européens (Fama-French, en CHF)						
CAPM (Europe)	13,8 %	0,003	2,1 %	0,100	11,8 %	0,013
Fama-French 3 (Europe)	13,7 %	0,003	2,4 %	0,051	11,3 %	0,015
Carhart 4 (Europe)	14,9 %	0,002	2,6 %	0,047	12,3 %	0,010
Fama-French 5 (Europe)	14,5 %	0,002	3,6 %	0,004	11,0 %	0,024

Tab. 3. Alphas annualisés (Newey-West). Référence : SPI et facteurs suisses ; robustesse : marché et facteurs européens de Fama et French. Écart = alpha de la régression de la différence de rendement action − fonds.

5 Ce que la comparaison permet d'apprendre

Sur la période étudiée, l'action a dégagé un alpha nettement plus élevé que le fonds face au marché suisse, et l'écart est statistiquement significatif. Les actionnaires de la banque ont obtenu un rendement supérieur à ce que leur exposition au marché laissait attendre. Les porteurs de parts du fonds ont obtenu, frais déduits, un rendement proche de celui que leur exposition au marché laissait attendre, ce qui est le résultat le plus courant pour un fonds actions diversifié.

Trois nuances permettent de lire ce constat correctement, sans l'effacer :

- **Risque.** L'alpha de l'action s'accompagne d'un risque propre beaucoup plus élevé (22,9 % par an contre 0,9 % pour le fonds). Un investisseur qui détiendrait uniquement l'action supporterait un risque non diversifié que le fonds évite.
- **Incertitude.** L'alpha de l'action est estimé avec une grande imprécision, et BCV a été étudiée après coup : ce résultat ne garantit rien pour l'avenir. L'alpha du fonds est mesuré beaucoup

plus précisément, mais il est petit, de l'ordre de grandeur de frais de gestion.

- **Nature différente.** L'alpha de l'action reflète la rentabilité de toute la banque et sa valorisation par le marché ; celui du fonds, une activité de gestion dont les frais constituent précisément un revenu pour la banque.

La comparaison indique ainsi que, sur cette période, la création de valeur ajustée du risque de marché a été plus forte pour les actionnaires de la BCV que pour les investisseurs de son fonds actions suisses. Elle n'indique ni que le fonds est mal géré, ni que cette situation se prolongera.

A Méthode

Échantillon. Mois pour lesquels l'action, le fonds, le SPI, le SARON et tous les facteurs suisses et européens sont disponibles. Aucune interpolation. L'échantillon s'arrête au dernier mois publié des facteurs suisses (mise à jour annuelle).

Test de l'écart d'alpha. Pour chaque modèle, on régresse $R_{\text{action},t} - R_{\text{fonds},t}$ sur les mêmes facteurs. Comme les MCO sont linéaires, la constante vaut exactement $\alpha_{\text{action}} - \alpha_{\text{fonds}}$, et son erreur standard (Newey-West) tient compte de la corrélation entre les deux actifs. Alpha annualisé = $12\,\alpha$.

Données du fonds. Série officielle de performance Gérifonds (distributions brutes réinvesties, nette de frais), contrôlée jour par jour à partir des VNI et des distributions publiées, et par la performance YTD officielle.

Validation. Les calculs sont vérifiés automatiquement contre `statsmodels`. Le site permet de refaire l'analyse avec d'autres périodes, modèles et méthodes : `https://cedricmasset.ch/Empirical-Asset-Pr`

B Sources des données

Série	Fournisseur	Couverture
BCV (BCVN.SW) — prices adjusted for dividends and corporate actions	Yahoo Finance via yfinance (OK)	2002-12-06 – 2026-11-06
BCV Swiss Equity A (CH0006018706) — official performance, distributions reinvested	Gérifonds SA, public fund page (chart "Évolution de la performance (dividendes réinvestis)") (OK)	1997-12-31 – 2026-11-05
Raiffeisen Futura - Swiss Stock A (CH0011980981) — total return, distributions reinvested	Swiss Fund Data (SIX Financial Information / AMAS), daily "Total Return Chart Price" export (OK)	2009-11-23 – 2026-11-05
Swisscanto (CH) Equity Fund Responsible Switzerland AA (CH0011792451) — total return, distributions reinvested	Swiss Fund Data (SIX Financial Information / AMAS), daily "Total Return Chart Price" export (OK)	2001-04-19 – 2026-11-05
UBS (CH) Equity Fund - Switzerland Sustainable (CHF) P (CH0002791769) — total return, distributions reinvested	Swiss Fund Data (SIX Financial Information / AMAS), daily "Total Return Chart Price" export (OK)	2000-01-04 – 2026-11-05
UBS 100 Index-Fund Switzerland (CHF) P (CH0002788807) — total return, distributions reinvested	Swiss Fund Data (SIX Financial Information / AMAS), daily "Total Return Chart Price" export (OK)	2000-01-04 – 2026-11-05
SPI — Swiss Performance Index (SXGE), total return index, CHF	Yahoo Finance via yfinance (^SSHI) ; before 2013-03-05 : history data/history/spi_tr_history.csv (OK)	1988-01-04 – 2026-11-06
SARON — daily fixing (annualised overnight rate, %)	Swiss National Bank, data.snb.ch (cube snbgwdzid) ; administrator : SIX Index AG (OK)	2009-08-24 – 2026-10-30
Swiss money market rates, monthly : month-end SARON and 3-month Confederation money market debt register claims (%)	Swiss National Bank, data.snb.ch (cube zimoma) (OK)	1992-01-01 – 2026-10-01
USD/CHF (CHF per USD), month-end rate	Swiss National Bank, data.snb.ch (cube devkum, month-end rates) (OK)	1980-01-31 – 2026-10-31
European Fama-French 3 Factors (monthly, USD, RF = 1-month US T-bill)	Kenneth R. French Data Library (OK)	1990-07 – 2026-09
European Fama-French 5 Factors (monthly, USD, RF = 1-month US T-bill)	Kenneth R. French Data Library (OK)	1990-07 – 2026-09
European Momentum Factor (monthly, USD, RF = 1-month US T-bill)	Kenneth R. French Data Library (OK)	1990-11 – 2026-09
Swiss Global Factor Data (JKP) factors : size, value, profitability, investment, momentum — monthly, USD	Global Factor Data, Jensen, Kelly and Pedersen (2023), public archives (OK)	1986-01 – 2025-12

Ce document a une visée pédagogique et de recherche. Il ne constitue pas un conseil en investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.