EMPIRICAL ASSET PRICING · NOTE PÉDAGOGIQUE

Comment la BCV gère-t-elle ses fonds en actions suisses ?

Scénario macroéconomique, trois analyses, gestion du risque
et ce qu'en dit la performance du fonds BCV Swiss Equity

Fonds BCV Swiss Equity A (CH0006018706) · résultats empiriques janvier 1998 – octobre 2026

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

L'essentiel

1. **Une démarche en plusieurs étages.** La BCV part de son scénario macroéconomique pour orienter l'allocation par secteur, par taille d'entreprise et par thème. Trois analyses alimentent ensuite le choix des titres : qualitative (rencontres avec les dirigeants), fondamentale (ratios de valorisation et modèle Edwards-Bell-Ohlson) et comportementale (tendances de cours). Les poids sont enfin fixés sous contrôle du risque par rapport au SPI.
2. **La valorisation.** Le modèle Edwards-Bell-Ohlson (EBO) estime un prix théorique : une entreprise vaut plus que ses fonds propres si elle gagne davantage que le rendement exigé par ses actionnaires. Cette valeur est très sensible aux hypothèses.
3. **Une gestion « relative ».** L'objectif est de battre le SPI à long terme en maîtrisant en permanence les écarts par rapport à cet indice.
4. **Ce que montre le fonds.** Face au SPI, le fonds a un bêta de 1,02, un R^2 de 99,5 % et un alpha net de frais de −1,30 % par an. Le portefeuille est très proche de l'indice, sans exposition positive mesurable au momentum.
5. **La question ouverte.** Pourquoi ce processus riche ne se traduit-il pas par un rendement ajusté du risque supérieur à celui du marché, après frais ? Plusieurs explications sont plausibles ; l'analyse empirique ne permet pas de trancher entre elles.

D'où vient cette description ?

Cette note s'appuie sur une brochure commerciale de la BCV, « Gestion actions suisses — Investir sur le marché suisse avec les fonds BCV » (janvier 2021). Elle décrit l'approche de gestion développée par l'équipe Asset Management de la BCV pour sa clientèle institutionnelle et utilisée par ses trois fonds en actions suisses : BCV Swiss Equity, BCV Swiss Equity Dividend Select et BCV Swiss Small & Mid Caps Equity. Il s'agit donc d'une méthodologie *générale* de la banque, et non d'une description détaillée propre au fonds étudié ; elle a pu évoluer depuis 2021. La brochure ne précise ni les ratios exacts utilisés, ni les paramètres du modèle de valorisation, ni la formule de pondération. Les exemples chiffrés de cette note sont **fictifs** : ils illustrent les méthodes et ne décrivent aucune entreprise réelle.

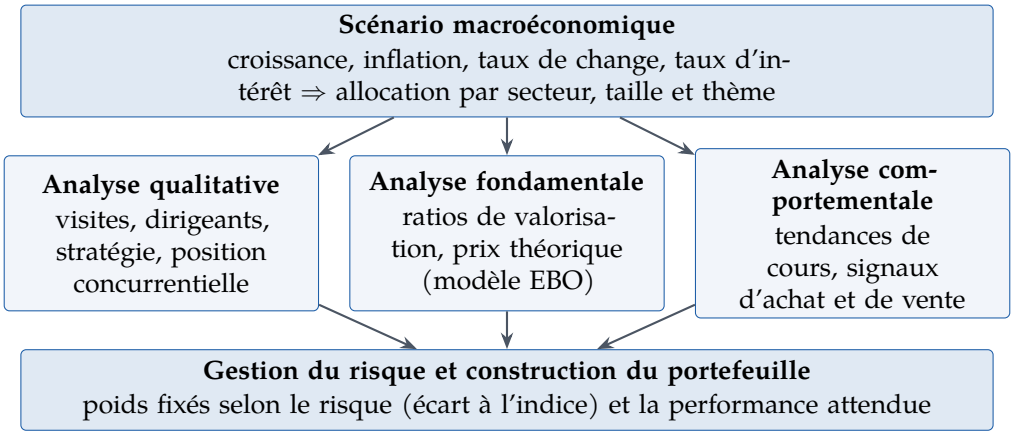
1 Le problème du gérant

Un fonds actions géré activement cherche à faire mieux que son indice de référence, ici le SPI (Swiss Performance Index, plus de 200 sociétés). Il ne peut y parvenir qu'en s'écartant de l'indice : il détient davantage les secteurs et les actions qu'il juge prometteurs, et moins ceux qu'il juge peu attractifs.

La BCV qualifie sa gestion de « **relative** » : les gérants partent de l'indice et décident quels secteurs et quelles entreprises sur- ou sous-pondérer. L'objectif affiché est une surperformance à

long terme, en privilégiant la performance ajustée du risque et en surveillant en permanence les écarts d'allocation par rapport à l'indice.

2 Vue d'ensemble du processus



Les sections suivantes présentent chaque bloc. L'analyse fondamentale, qui repose sur un modèle de valorisation explicite, est développée plus en détail.

3 Le scénario macroéconomique

Le processus débute par le scénario macroéconomique de la BCV : croissance, inflation, taux de change et taux d'intérêt. Il sert à définir l'allocation par *secteur d'activité*, par *capitalisation* (grandes ou petites entreprises) et par *thème*, selon la phase du cycle économique. Par exemple, une phase de reprise peut favoriser les secteurs cycliques comme l'industrie, une phase de ralentissement les secteurs défensifs comme la santé ou l'alimentation.

Ces décisions d'allocation forment une première source possible de surperformance, distincte du choix des titres à l'intérieur de chaque secteur.

4 L'analyse qualitative : choisir les meilleurs modèles d'affaires

Les gérants rencontrent fréquemment les dirigeants des entreprises (directeurs généraux et financiers) : la brochure mentionne plus de 100 rencontres par an. Ils évaluent notamment :

- la stratégie de la société et la qualité de sa direction ;
- les conditions-cadres, les barrières à l'entrée, le risque technologique et l'innovation dans le secteur et dans l'entreprise ;
- les positions de marché, la comparaison avec les concurrents et la probabilité d'une fusion ou d'un rachat.

Cette analyse ne produit pas de chiffre : elle sert à juger la solidité d'une entreprise et à générer des idées d'investissement. Elle nourrit aussi les hypothèses de l'analyse fondamentale (croissance des bénéfices, durée de l'avantage concurrentiel).

5 L'analyse fondamentale : estimer la valeur

5.1 Passer plus de 200 actions au crible

L'analyse fondamentale commence par un examen quantitatif de toutes les actions de l'univers d'investissement, plus de 200 titres, à l'aide de ratios de valorisation. Un ratio de ce type (un *multiple*) rapporte le prix d'une action à une grandeur comptable. La brochure ne précise pas lesquels sont utilisés ; le tableau présente les plus courants.

Ratio usuel	Ce qu'il mesure
P/E (cours / bénéfice)	Combien les investisseurs paient pour 1 CHF de bénéfice annuel
P/B (cours / valeur comptable)	Combien ils paient pour 1 CHF de fonds propres comptables
EV/EBITDA	Valeur de l'entreprise (actions et dettes) rapportée au résultat d'exploitation avant amortissements
Rendement du dividende	Dividende annuel rapporté au cours de l'action

Deux comparaisons permettent ensuite d'établir une valorisation *relative* et une valorisation *absolue*. Prenons une entreprise fictive, *Entreprise A*, qui se négocie à un P/E de 17 :

- **comparaison historique** : si sa moyenne historique est de 22, l'action paraît bon marché par rapport à son passé ;
- **comparaison intrasectorielle** : si des entreprises comparables du même secteur se négocient à 21, elle paraît aussi bon marché par rapport à ses concurrentes.

Ces signaux ne suffisent pas à conclure à une sous-évaluation. Un multiple plus bas peut être justifié par une croissance plus faible, une rentabilité moindre ou un risque plus élevé. Le marché peut avoir raison. C'est pourquoi la valeur de l'entreprise est aussi estimée avec un modèle.

5.2 Le modèle Edwards-Bell-Ohlson

La BCV compare la valeur actuelle de chaque société à un prix théorique calculé avec le modèle Edwards-Bell-Ohlson, aussi appelé modèle du *bénéfice résiduel* (*residual income*). Il part des fonds propres comptables de l'entreprise et y ajoute la valeur des bénéfices « en excès » attendus :

$$\boxed{V_0 \;=\; B_0 \;+\; \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbb{E}\big[\, NI_t - r_e\, B_{t-1} \,\big]}{(1+r_e)^t}}$$

où V_0 est la valeur intrinsèque par action aujourd'hui, B_0 la valeur comptable des fonds propres, NI_t le bénéfice net de l'année t, r_e le rendement exigé par les actionnaires et $NI_t - r_e B_{t-1}$ le **bénéfice résiduel**. C'est la forme standard du modèle ; la brochure n'en détaille pas la mise en œuvre.

L'intuition. Les actionnaires ont confié B_{t-1} francs à l'entreprise et en attendent un rendement r_e. Le bénéfice résiduel est ce que l'entreprise gagne *au-delà* de ce rendement attendu. Une entreprise qui gagne exactement r_e sur ses fonds propres ne crée aucune valeur supplémentaire : elle vaut sa valeur comptable. Une entreprise qui gagne davantage vaut plus que ses fonds propres. Une entreprise qui gagne moins vaut moins.

Un exemple. Une entreprise fictive possède 100 CHF de fonds propres par action et réalise durablement une rentabilité des fonds propres (ROE) de 15 %, soit un bénéfice de 15 CHF. Les actionnaires exigent 10 %. Le bénéfice résiduel vaut $15 - 0{,}10 \times 100 = 5$ CHF par an. S'il reste constant à perpétuité :

$$V_0 \;=\; 100 \;+\; \frac{5}{0{,}10} \;=\; \boxed{150\ \text{CHF}}.$$

Le lien avec les multiples. Cette valeur correspond à un P/B «justifié» de 1,5 (= ROE / r_e) et à un P/E justifié de 10. Le modèle EBO donne donc une référence chiffrée qui permet de juger si les multiples observés sont élevés ou bas *compte tenu* de la rentabilité de l'entreprise.

Une valeur très sensible aux hypothèses. La figure 1 montre la valeur obtenue selon le rendement exigé. Avec 10 %, elle est de 150 CHF ; avec 9 %, de 167 CHF ; avec 11 %, de 136 CHF ; avec 12 %, de 125 CHF. Un point de pourcentage d'écart sur une hypothèse difficile à mesurer modifie la valeur de 10 à 15 %. Les prévisions de bénéfices et la durée pendant laquelle l'entreprise conservera son avantage sont tout aussi incertaines.

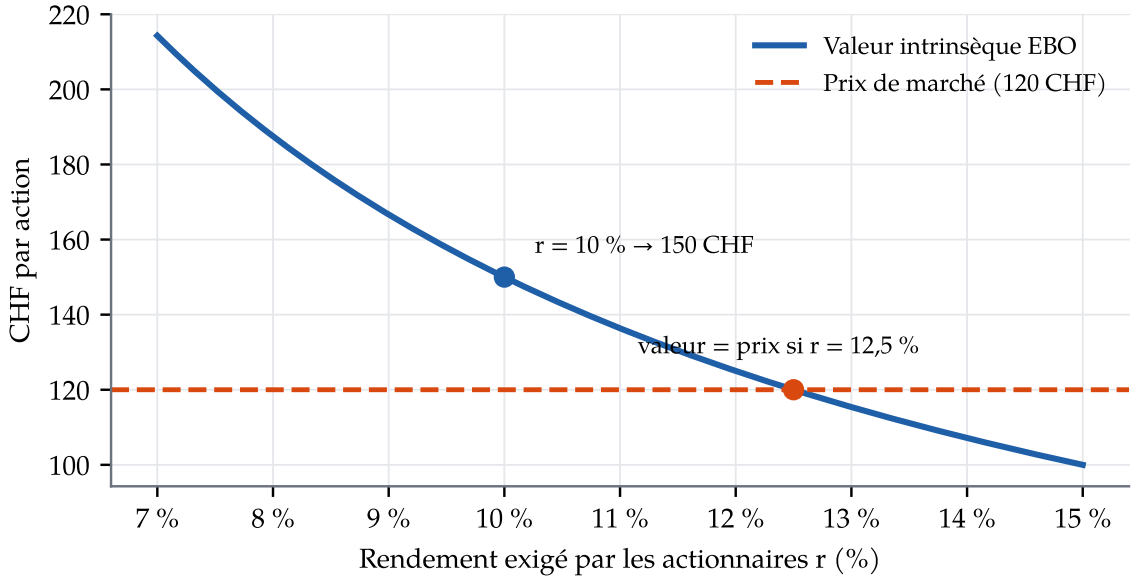


Fig. 1. Valeur intrinsèque EBO de l'entreprise fictive selon le rendement exigé (fonds propres 100 CHF, ROE 15 %, bénéfice résiduel constant). La ligne pointillée est le prix de marché supposé.

5.3 Comparer le prix à la valeur

Supposons que l'action de l'entreprise fictive cote 120 CHF :

Prix de marché	120 CHF
Prix théorique EBO (r = 10 %)	150 CHF
Potentiel estimé	+25 %

L'action paraît sous-évaluée, sous réserve de la fiabilité des hypothèses et du risque associé. Ce potentiel n'est pas une prévision de rendement annuel : il mesure l'écart entre le prix et la valeur estimée. Rien ne dit quand, ni même si, cet écart se résorbera.

On peut aussi lire l'écart à l'envers. Le prix de 120 CHF équivaut à un rendement exigé implicite de 12,5 % : le marché n'est peut-être pas « dans l'erreur », il juge simplement l'entreprise plus risquée que l'analyste. Toute la question est de savoir qui a raison.

6 L'analyse comportementale : suivre les tendances du marché

Le troisième outil ne regarde pas les comptes des entreprises, mais l'évolution des cours. Un processus automatisé repère les tendances haussières ou baissières. Il fournit des signaux d'achat et de vente à court terme et des tendances à moyen terme pour :

- les secteurs économiques ;
- les styles d'investissement : grandes ou petites capitalisations, actions à bêta élevé ou faible ;
- les titres individuels.

Cet outil sert surtout à repérer les retournements de tendance et à choisir le moment d'entrer dans une position ou d'en sortir. Il complète l'analyse fondamentale : une action peut sembler sous-évaluée depuis longtemps sans que son cours ne remonte, et les tendances aident à choisir le moment d'agir.

Le lien avec le facteur momentum. En finance empirique, la tendance des actions à prolonger leur performance récente s'appelle le *momentum*. Le modèle de Carhart, l'un des modèles du site, mesure l'exposition d'un portefeuille à ce facteur. Le modèle de Carhart ne détecte pas d'exposition significative au momentum (coefficient $-0{,}007$, $z = -1{,}27$) : le suivi des tendances ne laisse pas de trace mesurable dans les rendements du fonds. Sur la période, le facteur momentum utilisé a rapporté environ 8,3 % par an ; avec un coefficient de $-0{,}007$, cette exposition n'a donc ajouté qu'environ $-0{,}06$ % par an au rendement du fonds. Le facteur utilisé est le momentum suisse de Global Factor Data (Jensen, Kelly et Pedersen) ; il est construit par terciles, et non selon la méthode exacte de Carhart.

7 La gestion du risque et la construction du portefeuille

Les trois analyses se combinent pour choisir les secteurs, titres et styles à privilégier, repérer les retournements de tendance et déterminer les points d'entrée et de sortie. Le **poids** de chaque titre est ensuite déterminé par deux éléments : son impact sur le risque, mesuré par l'écart par rapport à l'indice, et sa performance attendue.

Le risque d'un fonds géré de manière relative se mesure par l'*écart de suivi* (*tracking error*) : la volatilité de la différence de rendement entre le fonds et son indice. Plus une position s'écarte du poids de l'indice, plus elle augmente cet écart. Le gérant doit donc arbitrer entre conviction et risque relatif : une forte conviction peut justifier un gros écart de poids, une conviction faible seulement un petit. La brochure ne publie pas la formule utilisée pour cet arbitrage.

La brochure décrit également un suivi du risque à plusieurs fréquences :

Fréquence	Contrôle
Quotidien	Les gérants suivent le portefeuille, analysent la contribution à la performance (allocation sectorielle et sélection de titres) et les indicateurs techniques.
Bimensuel	Revue de performance avec le responsable de la gestion Actions : principaux biais (titres, secteurs) et facteurs de risque.
Mensuel	Rapport de performance et de risque rédigé par une équipe indépendante, destiné au chef du département Asset Management.
Trimestriel	Séance avec Gérifonds, la direction du fonds : performance, risque et respect des exigences réglementaires.

8 Ce que dit la performance du fonds

Notre analyse empirique ne juge ni la qualité des valorisations ni celle des décisions d'allocation, prises une à une. Elle mesure le *résultat final* de l'ensemble du processus : le fonds a-t-il obtenu, sur 28,8 ans (janvier 1998 – octobre 2026), un rendement supérieur à ce que son exposition au marché laissait attendre ?

Rendement annualisé du fonds (distributions réinvesties, frais déduits)	4,71 %
Rendement annualisé du SPI Total Return	5,99 %
Bêta face au SPI	1,02
R^2	99,5 %
Écart de suivi approché (volatilité résiduelle annualisée)	1,0 %
Alpha annualisé, net de frais (Newey-West)	−1,30 % [−1,73 %; −0,88 %]
Exposition au momentum (Carhart)	−0,007 ($z = -1{,}27$)

Le fonds se comporte presque exactement comme son indice : le marché explique 99,5 % de ses fluctuations mensuelles, et l'écart de suivi n'est que de 1,0 % par an. C'est cohérent avec une gestion relative qui surveille en permanence les écarts par rapport à l'indice : les convictions des gérants s'expriment par de petits écarts de pondération.

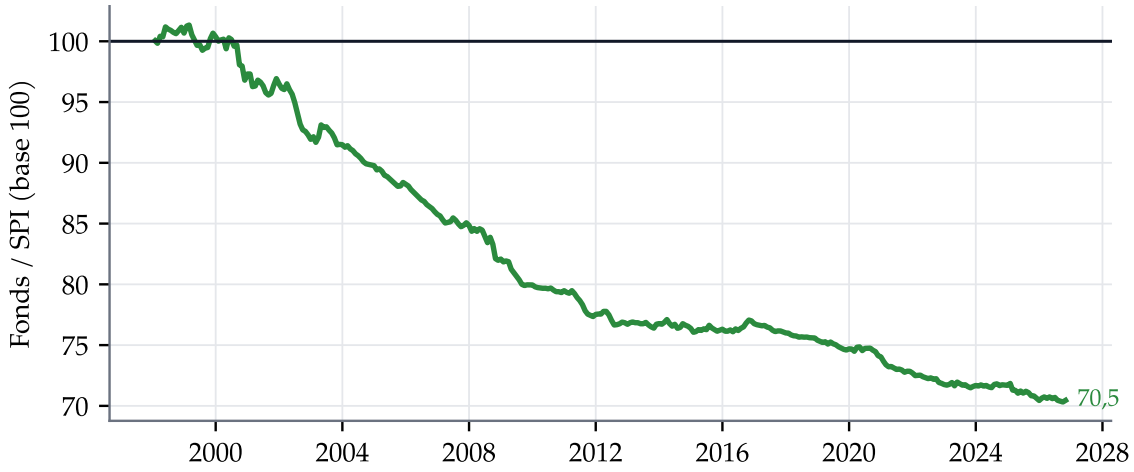


Fig. 2. Performance relative du fonds par rapport au SPI Total Return (base 100) : une courbe montante signifie que le fonds fait mieux que l'indice, frais déduits.

L'alpha net de frais est de −1,30 % par an, statistiquement significatif au seuil de 1 % ($z = -6{,}03$, $p < 0{,}001$). Le TER (Total Expense Ratio) publié par Gérifonds est de 1,11 % (mars 2026). La brochure de 2021 indiquait une commission forfaitaire de gestion de 1,10 % par an pour la classe A.

Même en ajoutant le TER actuel (1,11 %), l'alpha avant frais resterait d'environ −0,19 % par an : la gestion n'aurait pas produit de surcroît de rendement mesurable avant frais. Ce calcul suppose un TER constant sur toute la période ; il est donc indicatif. Avec le modèle de Carhart, qui tient compte du momentum, l'alpha net est de −1,26 % par an, statistiquement significatif au seuil de 1 % : la prise en compte des tendances ne fait pas disparaître l'écart avec l'indice.

Pourquoi ce processus ne se traduit-il pas davantage dans la performance ? Plusieurs explications sont compatibles avec ces résultats :

- **Des valorisations imprécises.** Comme le montre la figure 1, de petites erreurs d'hypothèses suffisent à transformer une action « sous-évaluée » en action correctement évaluée.
- **Des écarts lents à se résorber.** Le marché peut mettre des années à reconnaître une valeur, et le portefeuille doit en attendant supporter le risque de ces positions.
- **Des contraintes de risque.** Un écart de suivi faible limite mécaniquement l'alpha possible. Même un gérant habile ne peut pas gagner beaucoup en s'écartant peu de l'indice.
- **Des sources qui peuvent se compenser.** Allocation macroéconomique, sélection de titres et signaux de tendance peuvent produire des gains et des pertes qui s'annulent en partie. Notre régression ne mesure que leur effet total ; seule une attribution de performance, avec les positions du fonds, permettrait de les séparer.
- **Un marché concurrentiel.** Les grandes actions suisses sont suivies par de nombreux analystes qui utilisent des méthodes semblables : les écarts faciles à exploiter sont rares.
- **Les frais.** Une partie du surcroît de rendement éventuel est absorbée par les frais de gestion.

9 En résumé

L'approche décrite par la BCV est complète et classique : un scénario macroéconomique pour l'allocation, des rencontres avec les dirigeants, une valorisation fondée sur un modèle qui relie la création de valeur à la rentabilité des fonds propres, des signaux de tendance pour le choix du moment, et un contrôle du risque par rapport à l'indice. Ses limites sont celles de toute gestion active : la valeur estimée dépend d'hypothèses incertaines et les tendances peuvent se retourner.

Mesuré par les modèles factoriels, le résultat est un portefeuille très proche du SPI, sans exposition positive mesurable au momentum, dont le rendement ajusté du risque, après frais, ne dépasse pas celui de l'indice sur la période étudiée. L'analyse empirique ne dit pas si les analyses des gérants sont bonnes ou mauvaises. Elle montre que, dans la manière dont elles sont mises en œuvre, elles n'ont pas produit de surcroît de rendement net mesurable pour les porteurs de parts.

Les autres analyses (action BCV, fonds, comparaison) sont disponibles sur le site : `https://cedricmasset.ch/Empirical-Asset-Pricing/`.

A Compléments

Pourquoi le modèle EBO équivaut aux dividendes actualisés. Si l'évolution des fonds propres respecte la relation $B_t = B_{t-1} + NI_t - D_t$ (*clean surplus*), la valeur actuelle des dividendes futurs se réécrit exactement sous la forme EBO. Le modèle ne repose donc pas sur une théorie différente : il réorganise le calcul autour des fonds propres, ce qui réduit le poids de la valeur terminale, la partie la plus incertaine.

Exemple : formules utilisées. Bénéfice résiduel constant $RI = (\text{ROE} - r_e)\, B_0$; valeur $V_0 = B_0 + RI/r_e$; P/B justifié $= \text{ROE}/r_e$; rendement exigé implicite au prix P : $r_e^* = \text{ROE}\, B_0/P$.

Mesures du fonds. Single Index Model du fonds contre le SPI Total Return, rendements mensuels nets de frais et distributions réinvesties (série officielle Gérifonds), taux sans risque SARON, erreurs standards de Newey-West. Écart de suivi approché par la volatilité des résidus ($\times\sqrt{12}$). Alpha avant frais approché par alpha net + TER actuel. Modèle de Carhart de référence : marché SPI et facteurs suisses SMB, HML et momentum de Global Factor Data (JKP) convertis en francs, échantillon commun aux modèles du rapport (336 mois) ; contribution du momentum = coefficient $\times$ rendement moyen annualisé du facteur.

Sources. Processus de gestion : BCV, Asset Management, « Gestion actions suisses — Investir sur le marché suisse avec les fonds BCV », brochure, janvier 2021 (approche commune aux fonds BCV Swiss Equity, BCV Swiss Equity Dividend Select et BCV Swiss Small & Mid Caps Equity). Données du fonds : Gérifonds (performance, distributions, TER). Les exemples d'entreprises sont fictifs.

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. Il ne constitue pas un conseil en investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.