

Performance des Fonds Communs de Placement de l'UEMOA (Afrique de l'ouest): Une décomposition empirique entre sélectivité et agressivité des gérants de fonds

[WAEMU (West Africa) Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock picking and market timing of managers]

Banh Daouda

Doctorant en Sciences de Gestion, Université Felix Houphouët Boigny, Côte D'Ivoire

Copyright © 2016 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: This paper investigates 8 mutual funds' performance in the WAEMU. The monthly data used cover the period 31 July 2010 to 31 March 2014. We find in this context that mutual funds managers, as a whole, do not have selectivity. Also, most of the managers show a certain ability to time the market.

KEYWORDS: Mutual Funds, selectivity, market timing, CAPM, WAEMU.

RESUME: Cet article analyse la performance de 8 fonds communs de placement dans la zone UEMOA. Les données mensuelles couvrent la période allant du 31 Juillet 2010 au 31 mai 2014. Les résultats obtenus, montrent que dans l'ensemble, les gérants de fonds ne présentent pas une capacité de sélection des titres sous-évalués. Par ailleurs, la majorité des gérants de fonds de l'UEMOA arrivent à anticiper les mouvements de marché.

MOTS-CLEFS: Fonds commun de placement, sélectivité, agressivité, MEDAF, UEMOA.

1 INTRODUCTION

Les fonds communs de placement (FCP) jouent un rôle important dans le système financier et leur popularité s'est accrue inexorablement durant ces dernières années. Cette situation est justifiée par la rapide croissance des actifs des FCP passant de 14 trillions¹ de dollars en 2003 à 26 trillions en 2007(ICI, 2008)². Aux Etats-Unis, les sociétés de gestion des fonds travaillent avec des investisseurs institutionnels sur le marché financier et possèdent plus du quart des titres.

La référence [1] estime que près de la moitié des ménages aux Etats-Unis investissent dans les fonds. L'engouement suscité par ces fonds est attribué à des avantages variés tels que la diversification, le management professionnel, la liquidité et la flexibilité. Plus récemment, les études sur les performances des FCP sont devenues centrales. Certains travaux sur la performance des fonds ont tenté de trouver un modèle pour l'évaluation de celle-ci. Parmi ces mesures, nous trouvons l'indice de Treynor (1965) et la méthode de Jensen (1968). Par contre, des auteurs tel que [2] utilise dans leurs études les

¹Nous rappelons qu'en français un billion est mille milliards et correspond à un trillion en américain.

² ICI : Investment Company Institute, qui donne chaque année les tendances de l'industrie des fonds communs de placement à travers le monde.

méthodes proposées par la littérature. En effet, l'auteur explore la possibilité pour les gérants de créer de la richesse pour les investisseurs et l'aptitude à prospérer durablement à travers la mesure de Sharpe. D'autres encore, cherchent à savoir si la performance des fonds peut être expliquée par des facteurs particuliers [3]. De ce fait, plusieurs recherches sur la performance des FCP ont employé des méthodes variées et différentes, des bases de données avec différentes périodes d'étude.

Toutefois, en raison des problèmes de bases de données la plupart de ces études ont été conduites sur des marchés développés ou émergents et peu de recherches ont été menées dans les pays en voie de développement (PVD) et plus spécifiquement en Afrique francophone. Partant de ce constat, nous savons très peu de l'univers des FCP opérant en Afrique francophone. En dépit des écrits limités sur le comportement des fonds dans les PVD, l'investissement des FCP dans ces régions a cru rapidement durant la dernière décennie. La croissance de l'investissement des fonds est significative parce qu'elle modifie le développement futur du marché financier et a d'importantes implications politiques [4].

Par ailleurs, les fonds communs de placement dans les PVD possèdent des caractéristiques qui sont différentes de ceux des marchés émergents ou développés. En effet, les FCP dans les PVD sont peu compétitifs et l'information publique est moins disponible par rapport aux autres marchés. Aussi, la plupart des modèles théoriques qui sont utilisés pour évaluer la performance des cours des titres des FCP est basée sur l'hypothèse de l'efficacité de marché, dans les PVD cette hypothèse n'est pas toujours vérifiée. Les rendements dans les PVD souffrent de nombreux aspects tels que la forte volatilité, les coûts de transaction très élevés, la non régularité des transactions ou cotations [5].

La référence [6] pose la question suivante : peut-on faire confiance aux cours de bourse pour prendre des décisions ? De fait c'est la véritable question qui intéresse les gestionnaires et qui justifie que la *Revue française de gestion* numéro 157 de 2005, consacre un dossier spécial à la finance comportementale.

Selon ces deux auteurs, la réponse à cette question est lourde de conséquences pour la gestion de portefeuille. Elle conditionne l'évaluation des décisions financières et des mesures de performances des dirigeants d'entreprises comme des gestionnaires de fonds.

Au regard de ce qui précède, la question centrale de notre recherche est de savoir si les gérants des fonds de l'UEMOA (Union Economique et Monétaire Ouest Africaine) créent de la valeur ajoutée pour les épargnants ? En d'autres termes, est ce que les fonds de l'UEMOA arrivent à dégager des rendements supérieurs à ceux du marché ?

Le propos de cette recherche est d'analyser la performance des FCP de l'UEMOA.

Cet article essaie de répliquer des études antérieures. La contribution majeure de notre recherche est de permettre de généraliser les résultats des études précédentes. En effet, la réplification d'une autre étude facilite le développement d'un vocabulaire et aide à l'articulation de concepts souvent complexes dont il est impossible de comprendre le sens à travers la lecture d'un seul article [7].

Cette réplification se fait suivant plusieurs conditions.

Premièrement, elle est conduite dans un espace différent de celui des autres études et avec des données récentes.

Dans un second temps, il comble un vide sur l'étude des FCP en s'interrogeant sur la similitude entre les conclusions dans les pays développés et celles de l'UEMOA. Cela est important parce que, les FCP dans l'UEMOA offrent certaines caractéristiques différentes de celles des marchés développés et la littérature dans cet espace est relativement peu abondante.

Troisièmement, cette étude est conduite sur une bourse régionale appartenant à plusieurs pays contrairement à toutes les autres études.

Enfin, dans ses aspects pratiques, cette étude sera utile aux épargnants individuels et aux investisseurs institutionnels dans la sélection des fonds. Elle va aider les gérants des fonds à identifier leurs positions et à donner des idées dans les stratégies à suivre en vue de maximiser les revenus des investisseurs.

Le reste du travail est organisée comme suit. La section 2 fait l'état de l'art sur la performance des FCP. La section 3 décrit les données et la méthodologie économétrique utilisées pour conduire l'étude. La section 4 présente les résultats et la section 5 conclut.

2 RECENSION DES ÉCRITS MAJEURS SUR LA L'ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE DES FCP

Le sujet de notre étude s'articule autour de deux mots clés, en l'occurrence la performance et les FCP. De façon générale, il s'agit d'étudier la performance des FCP à travers plusieurs mesures. Pour éclairer au mieux notre sujet, nous explorons ici quelques travaux se rapportant à notre sujet mais réalisés principalement aux Etats Unis, en Europe et dans certains pays africains.

La référence [8] fait une synthèse des études réalisées en Europe et aux Etats Unis, de laquelle notre revue s'inspire.

Nous pensons qu'une telle approche permettra de donner un premier éclairage sur la question de départ qui du reste s'interroge sur la capacité des FCP de l'UEMOA à dégager des rendements « anormaux ».

La performance d'un fonds est généralement scindée en aptitude de sélectionner les titres (sélectivité) et en aptitude à "timer" (*timing*).

Sur la période des 50 dernières années, un nombre de chercheurs a examiné de façon empirique la performance des FCP. Dans les études de performance de fonds, trois volets de débats sont relevés.

Le premier vise à savoir si la rentabilité « anormale » ajustée du risque est positive, négative ou nulle et à étudier la capacité de prédiction du marché du gérant.

Le deuxième volet de ces recherches s'intéresse à la persistance de cette performance si elle existe.

Le dernier volet identifie les facteurs susceptibles d'influencer la performance des fonds.

En analysant la performance de 34 fonds mutuels sur la période 1954-1963, [9] trouve qu'en moyenne ces fonds réalisent une performance inférieure à celle de l'indice *Dow Jones*. En effet seuls 11 fonds avaient une performance supérieure à cet indice.

Dans le même esprit, [10] a étudié la performance d'un échantillon de 115 FCP américains entre 1945 et 1964. Cette étude a dégagé encore une fois une sous performance des fonds par rapport à leur indice de marché ; parmi les 15 fonds ayant un alpha significativement différent de zéro, un seul fonds possède un alpha positif, l'alpha moyen est de -0,011.

A la suite des auteurs précédents, [11] quant à lui, utilise comme taux sans risque celui des *Treasury Bills* à trois mois. Pour la période 1971-1991, il trouve, frais inclus, une moyenne des α de -0.06 avec un t statistique de -0.21 qui ne permet pas de dire qu'ils soient différents de zéro. Plus précisément, sur 239 fonds, 23 ont un α positif et 26 un α négatif statistiquement significatif. Que le benchmark utilisé soit le S&P 500 ou le *Wilshire 5000* ne modifie pas sensiblement le résultat.

La référence [12], dans son travail de recherche, évaluent la performance des fonds mutuels espagnols. Cette étude est conduite sur 225 fonds et couvre la période 1994-2002. Ces auteurs arrivent à la conclusion selon laquelle les fonds mutuels espagnols exhibent des alphas négatifs mais la performance est améliorée lorsqu'une mesure conditionnelle est utilisée.

Cependant, d'autres chercheurs obtiennent des résultats contradictoires justifiant ainsi la capacité des gérants de portefeuille à sélectionner des titres sous-évalués. C'est le cas de [13] dont les résultats indiquent une sélectivité positive des fonds sur le marché thaïlandais.

Le style de gestion démontre comment les gérants prennent leurs décisions, c'est-à-dire s'ils ont une stratégie de *buy and hold* ou alors s'ils essaient de saisir les opportunités du marché faisant preuve de *market timing*.

En effet, dans la pratique, les marchés ne respectent pas pleinement le concept théorique d'efficience.

Des situations d'inefficience peuvent se produire et alors il devrait être possible d'en tirer parti par une gestion dite active des investissements. La gestion active implique par conséquent des coûts de transaction plus importants que lors d'une gestion passive. Des lors, la qualité et le succès des anticipations s'avèrent déterminants sur le rendement final.

Avec une gestion passive c'est-à-dire dans une situation sans *market timing*, les transactions sont rares et le gérant profite moins des opportunités du marché.

La première étude portant sur le *market timing* a été exposée par [14]. Ils ont introduit une version non linéaire du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) afin de tester l'habileté du gérant d'un FCP à agir au moment opportun sur le marché (*market timing ability*). Ils ont étudié la performance de 57 fonds mutuels entre 1953 et 1962 mais sans conclure pour une supériorité significative de *timing* dans le sens où un seul fonds possédait un lambda (mesure du *market timing*) positif et significatif.

Ce résultat est par ailleurs, difficilement rendue non équivoque si l'on se réfère aux travaux de [15] pour les fonds thaïlandais.

En effet, dans leur communication commune, ils utilisent le modèle de Treynor et Mazuy (1966), pour appréhender l'habileté des gérants de fonds de la Thaïlande à anticiper les mouvements de marché. La durée d'observation s'étend de 2001 à 2003 et l'étude porte sur 62 fonds. Les résultats obtenus sur la période d'étude peuvent être résumés comme suit :

- en utilisant les données hebdomadaires, 54% des gérants de fonds montrent une capacité de *market timing*.
- En utilisant les données mensuelles, 4% seulement des gérants de fonds montrent une capacité de *market timing*.

Les résultats de [16] s'éloignent de ceux de [15]. Abordant dans le même sens, mais sur un espace différent, [17] analyse la performance des fonds mutuels indiens. Il utilise la mesure de Treynor Mazuy (1966) et trouve que, sur la période de décembre 1995 à janvier 2004, les gérants de ces fonds ont orientés leur habileté dans la mauvaise direction.

A partir de l'étude de 7 125 fonds, sur la période 1991-2004, [18] montrent que la décision de *timing* des gérants réduit annuellement les rendements de 1,5%.

3 DEMARCHE METHODOLOGIQUE ET MISE EN ŒUVRE DE LA RECHERCHE

Cette section met en exergue la méthodologie utilisée, la construction de l'échantillon, les modèles choisis et définie les variables utilisées.

L'étude empirique est constituée d'une partie exploratoire et d'une partie descriptive et quantitative.

L'une étude exploratoire qualitative qui consiste à mieux cerner le sujet, affiner la problématique de recherche et faire émerger des idées qui ne seraient pas apparues au cours des lectures théoriques. Il s'agit ici de comprendre le processus de gestion des FCP de l'UEMOA.

La procédure de l'étude est brièvement exposée, les résultats sont ensuite développés. La technique de recueil de données choisie est l'entretien semi directif. Les propos de trois gérants ont été recueillis. Ils exercent dans des structures de nature et de taille différentes. Les enquêtés n'ont pas souhaité l'enregistrement de la conversation.

L'étude quantitative a pour objectif d'étudier la performance des FCP. Pour évaluer la performance des fonds, les bases de données du conseil régional et de la bourse régionale ont été utilisées.

Il existe 37 fonds à la date du 31 mai 2014. L'examen de la date de création, indique que la plupart des fonds sont jeunes. En effet, 20 fonds ont été lancés entre 2010 et 2014, soit 54% du total des fonds.

Les fonds de placement retenus pour l'étude empirique remplissent les critères suivants :

- faire partie de la liste fournie par le conseil régional et la bourse régionale ;
- exister pendant la période du 31 juillet 2010 au 31 mai 2014 ;
- ne pas avoir de données mensuelles manquantes sur la période de travail ;

Le respect de ces critères donne au bout du compte un total de 8 fonds communs de placement et 47 observations pour chaque fonds soit un total de 376 observations.

Selon [19], le choix d'un modèle pour évaluer la performance d'un FCP doit tenir compte du contexte économique (volatilité, tendance du marché à la hausse ou à la baisse, ;...), de la famille du fonds (fonds actions, fonds obligataire ou fonds mixte) et aussi de la fréquence d'évaluation de la performance.

En nous appuyant sur les critères de ces auteurs et à l'instar [20], nous avons choisi le ratio de Sharpe et la mesure de Treynor-Mazuy pour évaluer la performance des FCP.

Une synthèse des mesures retenues est réalisée à travers le tableau 1.

Tableau 1: Tableau synoptique des mesures de performance estimées dans l'étude

	FORMULATION	INTERPRETATION
Mesure de Sharpe	$S = \frac{R_{pt} - R_{ft}}{\sigma_p}$	Récompense par unité de risque total. Permet de classer les portefeuilles.
Mesure de Treynor et Mazuy	$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \lambda_p(R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$	Mesures absolues Mesure de l'aptitude à sélectionner (β_p) Mesure de l'aptitude à anticiper le marché (λ_p)

Source : Nous même à partir de [21]

Avec :

S : Le ratio de Sharpe

R_{pt} : Le rendement du portefeuille à la période t à travers la valeur liquidative

$$R_p = \left(\frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}} \right)$$

R_{ft} : Le rendement de l'actif sans risque à la période t, le taux de la BOAD (Banque Ouest Africaine de Développement) choisit est de 3, 26% lié aux bons émis par cette structure couvrant la période 2009-2016.

α_p : Alpha

β_p : Le risque du portefeuille

R_{mt} : Le rendement du marché (indice BRVM 10)

Le rendement de l'indice de marché est déterminé de la manière suivante :

$$R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1})}{I_{t-1}}$$

Où I_t et I_{t-1} représentent la valeur de l'indice de marché à la période t_1 et $t-1$, remplacer

λ_p : La capacité du gérant à anticiper le marché

ε_{pt} : Termes d'erreur

Le logiciel Excel est utilisé pour calculer le ratio de Sharpe.

L'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) est utilisé pour estimer le modèle de Treynor –Mazuy. La validité de ce modèle d'estimation repose sur des hypothèses de base, sous respect desquelles cette méthode fournit les meilleurs estimateurs linéaires, convergents et sans biais (autocorrélation, hétéroscédasticité, normalité des erreurs). Cependant, dans la pratique, il est possible que l'une ou l'autre de ces hypothèses fondamentales soit relâchée.

4 ANALYSE DES RESULTATS ET DISCUSSIONS

Notre échantillon est constitué de huit (08) fonds des pays de l'UEMOA.

A partir du taux de rendement de ces fonds et celui du marché, nous estimons des indicateurs de performance pour juger de la viabilité de ces fonds. Nous disposons donc des taux de rendement sur 47 périodes. Nous présenterons les résultats des trois (02) méthodes de calcul de performance de fonds de placement (notamment le ratio de Sharpe et la mesure de Treynor et Mazuy). Par la suite une discussion est entamée en se référant aux théories mobilisées et aux résultats des études précédentes.

4.1 RESULTATS DE L'ANALYSE DESCRIPTIVE ET ECONOMETRIQUE

Les résultats des deux méthodes d'analyse utilisées notamment l'analyse descriptive et l'analyse économétrique sont présentés.

4.1.1 ANALYSE DESCRIPTIVE

Tout d'abord, il est important de noter que le rendement mensuel moyen des fonds de l'échantillon dans la période de référence de Juillet 2010 à Mai 2014 est en général négatif pour tous les FCP sauf, les Fonds Emergence (0,01%) et Sogevalor (0,03%). Le Fonds Emergence a atteint le niveau le plus bas sur la période considéré (-98,99%) et le Fonds Sogevalor le niveau le plus élevé (10,70%). Les turbulences sur les marchés financiers sont perceptibles à travers l'étude du rendement du marché. En effet, son niveau moyen sur la période est négatif (-0,01%) et atteint le niveau le plus élevé en Mai 2013 (18,34%).

Tableau 2 : Analyse des rendements 07/2010-05/2014

FCP	Moyenne (%)	Min (%)	Max (%)
Patrimoine	-0,05	-2,29	4,13
Prima capital	-0,01	-0,75	1,98
Emergence	0,01	-98,99	1,75
Opti placement	-0,02	-6,97	4,36
Opti revenu	-0,01	-6,37	2,28
Opti capital	-0,06	-1,17	2,25
Sogevalor	0,03	-10,37	10,70
Capital croissance	-0,14	-8,21	10,52
Marché	-0,11	-9,39	18,34

Source : nous même

La majorité des fonds de notre échantillon appartiennent à la catégorie de fonds diversifiés. En effet 75% des fonds investissent aussi bien dans les actions que dans les obligations.

Tableau 3 : Orientation de placement des fonds

FCP	VL d'origine	Orientation
Patrimoine	5000	Diversifié
Prima capital	1 000 000	Diversifié
Emergence	5000	Diversifié
Opti placement	5000	Actions
Opti revenu	5000	Obligations à moyen et long terme
Opti capital	5000	Diversifié
Sogevalor	5000	Diversifié
Capital croissance	10 000	Diversifié

Source : Bulletin officiel de la cote

4.1.2 APPROCHE ECONOMETRIQUE

L'approche économétrique a été utilisée pour mesurer la performance des FCP.

4.1.2.1 RESULTAT DU RATIO DE SHARPE

Tableau 4: Ratio de Sharpe

Indice représentatif du marché : BRVM 10

Période : juillet 2010- mai 2014

Fonds	Sp
Capital Croissance	-0,603774634
Emergence	0,142357034
Opti Capital	-3,998126235
Opti Placement	-1,433737988
Opti Revenu	-2,099169247
Patrimoine	-1,923329433
Prima Capital	-5,736706547
Sogevalor	-0,425251896
Moyenne	-2,009717368
BRVM 10	-0,446447853

Source : Nos calculs sous Excel

Le tableau 4 suggère que l'investissement dans les titres composant l'indice de marché BRVM 10 procure un ratio de Sharpe de (-0,446). La lecture de la deuxième colonne du tableau montre que seuls deux fonds arrivent à faire mieux que le marché. En résumé, on peut dire qu'en moyenne (-2,009), les fonds mutuels de l'UEMOA n'arrivent pas à offrir un surcroît de rentabilité par rapport au marché.

Selon [22], lorsque le ratio de Sharpe est négatif, il est difficile de l'interpréter.

Dans la même veine, [20] indique que le ratio permet de mesurer et de classer les fonds mais pas de l'expliquer. En effet, ils ne permettent pas d'attribuer ces performances à des décisions particulières des gestionnaires.

4.1.2.2 RESULTAT DE L'ESTIMATION DE LA MESURE DE TREYNOR ET MAZUY

La référence [14], a ajouté un terme quadratique au modèle proposé par Jensen afin de tester l'habileté à anticiper le marché. Ils argumentent que si un gestionnaire arrive à prévoir avec succès le rendement du marché, il va s'exposer dans une plus grande proportion au portefeuille de marché quand le rendement du marché est élevé et dans une moindre mesure à celui-ci lorsque le rendement du marché est faible. Les rendements d'un tel portefeuille sont liés par une relation non-linéaire aux rendements du marché.

A travers cette étude, nous verrons donc ce qu'il en est de certains FCP de la zone UEMOA.

Etant donné la petite de la taille de notre échantillon, nous avons procédé à un re-échantillonnage par la méthode du *bootstrapping*, afin d'améliorer l'estimation des écart-types (50 itérations).

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 5 : Résultats de la régression du modèle de Treynor-Mazuy

VARIABLES	Capital Croissance	sogevalor	patrimoine	prima	placement	opticapital	optirevenu	emergence
LAMBDA	0.645 (0.122)	0.571 (0.144)	0.198** (0.0364)	0.0298 (0.0178)	0.141* (0.0652)	0.104** (0.0203)	-0.0746 (0.0585)	0.134 (0.551)
BETA	-3.310*** (1.069)	-2.118 (1.264)	-0.0468 (0.319)	0.0754 (0.156)	0.283 (0.570)	-0.465** (0.177)	-0.229 (0.512)	0.974 (4.823)
ALPHA	-0.0341*** (0.00534)	-0.0309*** (0.00632)	-0.0410*** (0.00159)	-0.0418*** (0.000777)	-0.0420*** (0.00285)	-0.0392*** (0.000886)	-0.0450*** (0.00256)	-0.0669*** (0.0241)
Observations	47	47	47	47	47	47	47	47
R-squared	0.390	0.279	0.531	0.140	0.201	0.385	0.092	0.006

Source : Nos estimations sous STATA

Note : *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

L'alpha mesure le rendement excédentaire obtenu par une stratégie de gestion active. Le terme alpha est couramment utilisé pour désigner l'habileté du gestionnaire à obtenir un rendement supérieur à ce qu'il aurait obtenu en utilisant une approche indicielle (passive).

Les coefficients alpha ont un signe négatif pour la plupart. Ce résultat montre la mauvaise performance des gestionnaires. Ils ne sont pas parvenus à battre le rendement du marché. Par suite, les écart-types des coefficients beta représentent la volatilité du marché. Excepté le fonds Emergence pour lequel, la volatilité est relativement élevée, les autres FCP sont soumis à une volatilité moindre. En dépit de cela, seul le fonds Opti-revenu a un coefficient « lambda » négatif même s'il n'est pas significativement non nul au seuil de 5%. En effet, les gestionnaires des FCP étudiés (sauf opti-revenu) sont parvenus à bien anticiper la volatilité du marché.

Cependant, ce résultat pourrait être imputé à la méthode d'estimation choisie. Pour ce faire, nous avons proposé de vérifier les hypothèses d'application de cette méthode. Nous avons donc réalisé les tests de normalité, de non autocorrélation et de homoscedasticité des résidus.

TEST DES RÉSIDUS

- **Test de normalité**

Les tests de normalité permettent de conclure au rejet de l'hypothèse de normalité des résidus pour les fonds Emergence, Opti revenu, Opti placement et prima au seuil de 5%. Par contre, les autres résidus ne suivent pas une distribution normale. Des mesures correctrices seront appliquées afin de permettre des comparaisons des performances des fonds.

Tableau 6 : Résultats des tests de normalité pour le modèle de TM

FONDS	Test de Shapiro Wilk	Test de Shapiro Francia	Test de JarqueBera
-------	----------------------	-------------------------	--------------------

Capital Croissance	0.542 (0.29388)	1.265 (0.10287)	4.95 (0.0844)
sogevalor	-1.974 (0.97584)	-0.860 (0.80512)	1.44 (0,4864)
patrimoine	-1.187 (0.88239)	-1.364 (0.91371)	0,08 (0,9588)
prima	1,882 (0,02989)	2,278 (0,01136)	9,3 (0,0096)
placement	5,14 0	4,8888 0,00001	32,1 0
opticapital	-0,676 (0,75035)	-0,3 (0,61791)	0,37 (0,8313)
optirevenu	5,245 0	4,929 0	31,32 0
emergence	7,616 0	6,989 0	69,58 0

Source : Nos estimations sous STATA

Note : () représente les p_value

• Test de homoscedasticité

Ce test permet de vérifier la constance de la variance de résidus du modèle. En effet, le modèle MCO postule la stabilité de la variance des résidus (diagonale de la matrice de variance-covariance) du modèle. Nous avons opté pour le test de White qui est plus robuste pour vérifier l'homoscedasticité des résidus. Ce test postule la constance de la variance des résidus (homoscedasticité) comme hypothèse nulle.

Les résultats du test de White permettent de conclure à l'homoscedasticité des résidus issus des modèles de chaque FCP, au seuil de 5% (tableau 7). Car toutes les p_values de la statistique du test de White sont supérieures à 0.05.

Tableau 7 : Résultats du test d'homoscedasticité pour TM

FONDS	Test de White
Capital Croissance	1.452481 (0,835)
sogevalor	.8745086 (0,9282)
patrimoine	5.071904 (0,28)
prima	0,7380233 (0,9466)
placement	1.912064 (0,7519)
opticapital	1.301655 (0,8611)
optirevenu	2.312278 (0,6785)
emergence	0,7593574 (0,9438)

Source : Nos estimations sous STATA

Note : () représente les p_value

• Test de non autocorrélation

Le dernier test à réaliser permet de vérifier s'il existe entre les résidus du modèle. La présence de relation engendre des biais dans l'estimation des coefficients. En effet, l'estimation des coefficients dans le cas du modèle MCO est réalisée sous le

couvert de l'orthogonalité entre les résidus du modèle. La présence de cette éventuelle relation est corrigée en adoptant une autre méthode d'estimation (Moindre Carré Généralisé, MCG).

Les résultats du test de Breusch-Godfrey sur les autocorrélations résiduelles, montrent que tous les modèles des différents FCP ne sont pas corrélés jusqu'à l'ordre 3 au moins au seuil de 5%, sauf le fonds Prima pour lequel l'autocorrélation d'ordre 3 est vraiment limite, mais que nous pouvons considérer inexistant. En effet, toutes les p -values sont au-dessus de 0.05, nous ne pouvons donc rejeter l'hypothèse d'absence d'autocorrélation d'ordre p ($p=1, 2$ ou 3) (Voir tableau 8 ci-après).

Tableau 8 : Résultats du test d'autocorrélation du modèle de TM

FONDS	Lag	Test de BreuschGodfrey
Capital croissance	1	0,6712
	2	0,2661
	3	0,4479
Sogevalor	1	0,7677
	2	0,0933
	3	0,1661
Patrimoine	1	0,9598
	2	0,0684
	3	0,0706
Prima	1	0,0393
	2	0,0734
	3	0,0289
Placement	1	0,7219
	2	0,7996
	3	0,9277
Opticapital	1	0,2178
	2	0,4021
	3	0,557
Optirevenu	1	0,0816
	2	0,1974
	3	0,3147
Emergence	1	0,9403
	2	0,997
	3	0,9931

Source : Nos estimations sous STATA

Note : () représente les p -value

Nous pouvons donc conclure à la validité du modèle MCO, mais en ce qui concerne certains FCP, les coefficients ont été standardisés afin de corriger la non normalité des résidus. En outre, il est important de souligner que cette action ne modifie guère le signe des coefficients, mais les ajustent afin de les comparer.

4.2 DISCUSSIONS DES RÉSULTATS

L'intérêt d'une recherche repose en grande partie sur la mise en perspective des résultats obtenus avec les travaux antérieurs. L'exposé qui suit reprend donc les principaux résultats de notre étude, à partir de nos modèles et les confronte aux grandes lignes de la recherche sur la performance des FCP.

4.2.1 PERFORMANCE ET RATIO DE SHARPE

L'usage du logiciel Excel, permet de dire que, 25% des fonds offrent une rentabilité supérieure à celui du marché. Ce résultat corrobore celui de [23], qui estime que la plupart des études empiriques concluent pour une sous performance des fonds par rapport à leurs marchés. Néanmoins, la moyenne n'est qu'un indicateur de tendance et quelques fonds peuvent dégager une performance supérieure à celle du marché. Ce qui pousse à savoir si cette performance est accidentelle ou durable. Nos résultats rejoignent aussi, ceux de [20]. En se focalisant sur le marché français, cet auteur conclue que, en se plaçant du point de vue des investisseurs, il paraît clair que dans leur ensemble les fonds actions françaises offrent de moins bonnes performances que celle de l'indice CAC 40 dans lequel ils peuvent investir au moyen de contrats futurs.

Nos résultats sont conformes à ceux que suggère la théorie financière classique.

En effet, sur un marché financier efficient les investisseurs peuvent faire confiance au marché pour évaluer correctement les actions des sociétés dans la mesure où toute l'information disponible est intégrée dans les cours.

Cela signifie que, sur longue période, il n'est pas possible pour un gérant de portefeuille de faire des performances ajustées pour le risque systématiquement supérieures au marché. De même, le travail d'analyse financière et d'évaluation ne peut être qu'un exercice coûteux qui ne produit aucun bénéfice. Tout au plus, comme l'ont montré [24], les revenus de ce travail ne peuvent au plus que couvrir les frais engagés.

4.2.2 PERFORMANCE ET MODELE DE TREYNOR-MAZUY

Selon le modèle utilisé, aucun des fonds ne montre un alpha négatif. Nous pouvons dire que les résultats sont globalement décevants car les chiffres montrent une gestion à contre-courant du marché. Cela est compatible aux résultats de [25]. En effet, avec un échantillon de 17 fonds, ils trouvent peu d'évidence quant à la capacité de sélectivité des gérants sud-africains. Nos résultats sont confortés par l'étude réalisée par [26], sur le marché égyptien. En effet, l'auteur ne détecte pas de talent particulier des gérants de fonds égyptiens.

Par ailleurs, nos résultats contredisent ceux de [13], et [27], qui trouvent que la plupart des gérants des fonds montre une sélectivité positive, respectivement en Thaïlande et en Suède.

Nos résultats confortent la thèse de l'efficience sous la forme forte qui veut que l'ensemble des informations passées, publiques et privées soit pris en compte dans la formation des cours des titres. Par conséquent, il devient impossible de réaliser des gains en excès et de battre le marché.

La valeur du lambda d'un fonds mesure l'agressivité de la gestion par rapport au marché.

Les résultats consignés plus haut, dans la première ligne du tableau 4 appellent plusieurs observations. Premièrement, nous remarquons que trois fonds ont des lambda positifs et significatifs à 1%, 5% et 10%. Ensuite, quatre fonds présentent des lambda positifs, mais non significatifs. Seul, un seul fonds possède un lambda négatif. Certes nos résultats ne permettent pas de conclure, mais comme les coefficients sont positifs, ils montreraient (s'ils étaient tous significatifs) que les gérants des fonds de l'UEMOA arrivent à anticiper les mouvements du marché régional. Ce résultat est conforme à celui de [15], qui trouvent que 55% des gérants exhibent une capacité de *market timing* avec des données hebdomadaires. Ce pourcentage se réduit considérablement pour s'étendre à 4% lorsqu'ils utilisent une période d'étude plus long (le mois). Quant à [25], ils trouvent une incapacité des gérants de fonds de l'Afrique du sud à ajuster la composition de leurs portefeuilles en vue d'obtenir des rendements supérieurs pour les investisseurs.

Nos résultats remettent en cause le paradigme de l'efficience du marché. Ce rejet du paradigme de l'efficience pourrait s'expliquer par l'existence de phénomènes constituants des « anomalies » par rapport aux préceptes de la théorie et d'une contestation des hypothèses de comportement des investisseurs et de leur rationalité.

C'est à partir du début des années 1980 que des résultats empiriques ont commencé à jeter un doute sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Ces observations ont été qualifiées d'anomalies dans la mesure où les chercheurs avaient du mal à expliquer leur existence. Ces anomalies ont contribué à ébranler chez certains chercheurs la confiance dans l'efficience du marché. L'attaque la plus radicale se trouve aujourd'hui chez les tenants de la finance comportementale.

De nombreux chercheurs ont mis en évidence des effets saisonniers dans les taux de rentabilité des actions. C'est ainsi que [28], a trouvé des différences statistiquement significatives entre les rentabilités des jours de la semaine à la BRVM. Selon cet auteur, l'effet week-end se traduirait par des taux de rentabilité moyens négatifs le mardi et positifs en fin de semaine. Ainsi, un investisseur qui achèterait des actions à la clôture du mardi et les revendrait le vendredi à la clôture pourrait gagner systématiquement de l'argent. Il ne sera dès lors possible de tirer profit des effets "jours" que si ces coûts sont suffisamment faibles. Il est également important de souligner que la BRVM, comme la plupart des bourses africaines est immature. Par conséquent les résultats obtenus doivent être interprétés avec prudence.

Pour les tenants de la finance comportementale, ces résultats tendent à accréditer la thèse de l'inefficience des marchés financiers et leur incapacité à attribuer une « vraie » valeur aux actions.

Aujourd'hui, la finance comportementale n'appartient plus seulement au domaine de la théorie puisque quelques fonds d'investissement commencent à utiliser les principes posés par la finance comportementale dans leurs modes de gestion. La finance comportementale prône une gestion de portefeuille active, dont l'objectif est de battre le marché grâce à l'exploitation des comportements non rationnels des agents et des anomalies qu'ils engendrent.

5 CONCLUSION

Malgré la croissance relative de l'industrie des fonds communs de placement dans l'espace UEMOA durant ces 10 dernières années, il y a peu d'analyse sur la performance de ces fonds.

L'objectif de notre travail était d'évaluer la performance des fonds mutuels dans l'espace UEMOA. Pour ce faire nous avons réalisé une revue sur la performance des FCP.

Dans notre approche d'analyse, nous avons mobilisées deux théories à savoir la théorie de l'efficience des marchés financiers et celle de la finance comportementale.

La littérature qui traite de la performance d'un portefeuille peut être divisée en trois générations, chacune correspondant à un changement dans le consensus scientifique concernant les titres ou modèles d'évaluation des actifs et chacune employant un modèle plus complexe pour maintenir le risque constant. Cette littérature abondante indique que la performance est mesurée de trois façons complémentaires.

La mesure du talent des gérants des fonds est menée par le biais de deux indicateurs : le ratio de Sharpe et le lambda de Treynor-Mazuy. Ensuite, l'indice BRVM 10 et le taux des bons émis par la BOAD sont choisis respectivement comme indice représentatif du marché et comme actif moins risqué.

La base de données de la BRVM a été utilisée, elle couvre 376 observations.

Les critiques formulées sur les mesures basées sur le MEDAF ne sont pas telles qu'elles remettent en cause la théorie, d'autant qu'il n'existe pas à notre connaissance de substitut théorique de remplacement.

La mesure de la performance des FCP de l'UEMOA s'est faite à travers la sélectivité et le *market timing*. Nos résultats révèlent que, les gérants de fonds ne créent pas de richesse pour les épargnants. Dans l'ensemble, ils n'ont pas de capacité à sélectionner les titres de sorte que le portefeuille puisse profiter d'une anomalie passagère. En d'autres termes, il est préférable pour un investisseur de placer son argent dans l'indice de marché plutôt que dans un fonds dont le gérant possède une gestion active. Ou tout au moins, l'investisseur gagnerait à indiquer au gérant de composer son portefeuille uniquement d'entreprises constituant l'indice de marché. Le deuxième résultat est lié à la capacité des gérants à anticiper les mouvements du marché. En effet, sur la période d'étude, nous avons détecté une certaine habileté d'anticipation, de réponse à l'information de qualité et d'agressivité dans la réaction du gérant à l'information reçue. Les gérants de fonds arrivent à prévoir les rentabilités du marché. Ils détiennent ainsi une plus grande proportion du portefeuille du marché, quand la rentabilité du marché est élevée et une plus petite proportion, quand la rentabilité du marché est faible.

La principale limite concerne la disponibilité des données. La période d'étude (47 mois) est relativement courte pour apprécier les qualités véritables des gérants des fonds mutuels. L'accès des données relatives aux fonds est très difficile : données peu standardisées, peu d'historiques disponibles. Les informations liées à certaines caractéristiques des fonds ne sont pas disponibles notamment l'évolution de l'actif net mensuel.

Les résultats empiriques obtenus dans le cadre de cet article peuvent être enrichis, sur plusieurs plans. D'une part, il serait intéressant de compléter l'analyse en étudiant les déterminants de la performance par une analyse des comportements des investisseurs dans les fonds communs de placement. D'autre part, il serait opportun d'étendre la période de recherche.

REMERCIEMENTS

Nous adressons nos sincères remerciements à monsieur Ouattara Abdoulaye, notre directeur de thèse, pour sa disponibilité. Nous apprécions les critiques et suggestions du professeur Nkandjou suite à la lecture de cet article.

REFERENCES

- [1] R. C. Pozen et S. D., "Crane The mutual fund business, *Cambridge, Mass. London: MIT Press*, 1998
- [2] F. Aftalion, "Les rentabilités des actifs financiers." *Banque & Marchés*, pp.323-350, 2000
- [3] N Pillay, C Muller et M Ward, "Fund size and returns on the JSE", *Investment Analysts Journal* , no 71, 2010.
- [4] E. R. Borensztein et R. G. Gelos, "A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds." *Working paper, IMF*, 2001
- [5] G. Bekaert et C. R. Harvey (2002) "Research in emerging markets finance: Looking to the future", *Emerging Markets Review*, vol3, no 4, pp. 429-448, 2002
- [6] M. Albouy et G. Charreaux "La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ?" *Revue française de gestion*, vol 4, n° 157, 2005.
- [7] G. Szulanski et R.J. Jensen, "Overcoming stickiness: an empirical investigation into the role of the template in the replication of organizational routines", *Managerial and Decision Economics*, vol 25, pp. 347-363, 2004, 2004
- [8] J. Folens, *Mesure de performance des OPCVM actions françaises*, thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université de Lille 1, 436p, 2001
- [9] W. F Sharpe, "Mutualfund performance," *Journal of Business*, vol 39, no 1, pp.119-138, 1966
- [10] M. Jensen, "The Performance Of mutual funds in the period 1945-1964." *Journal of finance*, vol23, no 2, pp. 389-416, 1966
- [11] B. G., Malkiel "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991", *Journal of Finance*, vol. 50, n°2, pp. 549-572, 1995
- [12] L. Ferruz etC. Ortiz, Does mutual fund management in India correspond to its investment objective classification?, *Working paper, Social Science Research Network*, 2005
- [13] D. Plabplatarn, *Closed-end fund performance*. Master dissertation, Chulalongkorn University, 1997
- [14] J. Treynor et K. Mazuy, Can mutual fund outguess the markets? *Harvard business review*, vol44, pp.131-136, 1996
- [15] P. Chunhachindaet S. Tangprasert, (2004) "Market and volatility timing ability: New evidence of mutual funds in Thailand." *Thammasat Review*, pp.161-185, 2004.
- [16] J. C Matallin-Saez, Seasonality, market timing and performance amongst benchmarks and mutual fund evaluation. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol33 ,no 9, pp. 1484-1507, 2006.
- [17] N. P. Tripathy, "Market Timing Abilities And Mutual Fund Performance- An Empirical Investigation Into Equity Linked Saving Schemes", *Vilakshan, XIMB Journal of Management*, 128-138, 2006.
- [18] F. Geoffrey et S. Travis. "Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Mutual Fund Investor Timing Ability," *The Journal of Banking and Finance*, vol 31, no 9, pp.2796- 2816, 2007.
- [19] Cogneau et G. Hübner , "The (more than) 100 ways to measure portfolio performance », *Journal of Performance Measurement*", vol 13, n°4 et vol. 14 n°1, 2009.
- [20] F.Aftalion, "Les performances des OPCVM actions françaises." *banque et marché*, vol 52 pp. 6-16, 2001.
- [21] V. SERRET, " *Performance et facteurs associés à la performance des O.P.C.V.M Actions*", Working Paper CERGAM (Centre d'Etudes et de Recherche en Gestion), Université Aix -Marseille 3, France, n°634,2003.
- [22] W. F. Sharpe, "Mutual fund performance, *Journal of Business*," vol39 , no 1, pp.119-138, 1966.
- [23] K. Laaradh, "Les marchés des investisseurs institutionnels sont-ils efficients : cas des fonds de pension et des unit trusts britanniques", *DR, LEO (Université d'Orléans)*, n°4, 2006.P
- [24] S.J. Grossman et J. E. Stiglitz, "On the impossibility informationally efficient market," *The American economic review*, vol70? No, pp. 393-408? 1980.
- [25] E. Craig et Michael, (1997), "Assessing portfolio performance: The case of South African Unit trusts", *Investment Analysis Journal*, no. 44, 1997
- [26] M.Elmessearya "Stock Picking and Market Timing of the Egyptian Fund Managers: Evidence from the Financial Crisis", *European Journal of Sustainable Development*, vol3, no 3, pp. 309-322, 2014.
- [27] J.Timotej Marko et K. Boris, "An example of emerging markets: Slovenian mutual funds". *Nase Gospodarstvo : NG*, vol51, no 1, pp. 33-43, 2005.
- [28] A. M.Tachiwou "Day of -the- week-effects in West African Regional Stock Market." *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 4, 2010.