

La Value dans une allocation

Serge Darolles (Université Paris Dauphine - PSL)

Janvier 2026

Executive Summary

La Distinction Fondamentale - Investir "Value" semble simple, mais cette apparente simplicité masque une distinction cruciale entre deux approches aux performances radicalement différentes. **Les titres Value** sont identifiés mécaniquement par des ratios (faible P/E, P/B, dividendes élevés) et accessibles via ETF. Cette approche passive inclut inévitablement des "value traps" – entreprises bon marché car structurellement en déclin. **La gestion Value active** repose sur l'analyse fondamentale approfondie : qualité du business, solidité financière, catalyseurs de revalorisation. Les gérants peuvent identifier des opportunités dans toutes catégories de titres, comme Warren Buffett investissant dans Apple (classée "growth" mais sous-évaluée après analyse).

Validation Académique - La recherche confirme cette distinction via trois cadres théoriques. **L'Arbitrage Pricing Theory (APT)** de Ross (1976) et Chen-Roll-Ross (1986) explique la prime Value comme compensation pour l'exposition à des risques systématiques multiples (cycles économiques, conditions de crédit). **Fama-French** (1993, 2015) ont documenté une prime Value historique de 3-5% par an (1926-1991), mais constatent son déclin substantiel depuis 1990, sans pouvoir conclure définitivement sur sa disparition. **L'approche comportementale** de Lakonishok-Shleifer-Vishny (1994) l'explique par les biais psychologiques : les investisseurs extrapolent excessivement les performances passées, créant des opportunités pour investisseurs contrarians.

Résultats Empiriques - Notre analyse sur 18 ans (novembre 2007 - janvier 2026) révèle des différences frappantes. La différence d'alpha de **2,21 points annuels** représente plus de **40% de surperformance cumulée** sur 18 ans. Les gérants Value actifs transforment un rendement beta négatif (gestion passive) en alpha significatif par le stock-picking, évitant les value traps. Malgré la période difficile 2007-2020, la gestion Value active maintient son effet de diversification : elle réduit le risque du portefeuille tout en maintenant la performance. À l'inverse, la gestion passive augmente le risque pour moins de rendement.

Recommandations Clés

1. **Privilégiez la gestion Value active de qualité** ayant démontré sa capacité à éviter les value traps
2. **Évitez les ETF Value purs** qui exposent mécaniquement aux entreprises en déclin (alpha négatif de -1,16%)
3. **Adoptez un horizon minimum de 10 ans** – la patience est indispensable
4. **Allouez 15-25% pour profil équilibré**, jusqu'à 35-40% pour investisseurs convaincus

Au sujet de l'auteur

Serge Darolles, Professeur de Finance, Université Paris Dauphine - PSL

Serge Darolles est Professeur de Finance à l'Université Paris Dauphine - PSL où il dirige le Master Finance et enseigne l'économétrie de la finance et la finance empirique depuis 2012. Avant de rejoindre Dauphine, il a travaillé pour Lyxor Asset Management entre 2000 et 2012, où il a développé des modèles mathématiques pour diverses stratégies d'investissement. Il a également occupé des postes de consultants à la Caisse des Dépôts et Consignations, la Banque Paribas et le Commissariat à l'Energie Atomique. Serge est spécialisé en économétrie de la finance et a écrit de nombreux articles publiés dans de prestigieuses revues académiques. Il est également membre du Conseil consultatif scientifique de l'AMF. Serge est titulaire d'un doctorat en mathématiques appliquées de l'Université de Toulouse et d'un diplôme de l'ENSAE, Paris.

Table des matières

Executive Summary.....	2
<i>I. Introduction : Une Distinction Fondamentale</i>	5
Les Titres Value : Une Approche Quantitative et Mécanique	5
La Gestion Value Active : Une Philosophie d'Analyse Approfondie	5
<i>II. Les Fondements Académiques : Une Prime Value Robuste mais Débattue</i>	6
La Théorie de l'Arbitrage des Prix (APT).....	6
Lien entre APT et la Prime Value	7
Les Travaux Fondateurs de Fama et French	7
L'Approche Comportementale de Lakonishok, Shleifer et Vishny	8
Le Débat Risk vs Behavioral	8
Le F-Score de Piotroski : Éviter les Value Traps	9
<i>III. Les Recherches d'AQR : Validation et Raffinement de la Value</i>	9
"Value and Momentum Everywhere" (2013).....	10
"Quality Minus Junk" (2013-2019).....	10
"Fact, Fiction, and Value Investing" (2015).....	10
"Is There a Replication Crisis in Finance?" (2023).....	11
La "Value Lost Decade" : Documentation de la Période Difficile	11
<i>IV. Confirmation Empirique : Gestion Active vs Gestion Passive</i>	11
<i>V. L'Effet de Diversification : Intégrer la Value dans un Portefeuille</i>	12
Allocation Optimale : Combien de Value dans votre Portefeuille ?	13
<i>VI. Conclusion : Deux Métiers Radicalement Différents</i>	15
Références Bibliographiques.....	16

I. Introduction : Une Distinction Fondamentale

Adopter une approche d'investissement Value semble simple : il s'agit d'acheter des actions bon marché. Pourtant, cette simplicité apparente cache une distinction cruciale entre deux approches radicalement différentes qui méritent d'être comprises par tout investisseur s'intéressant à cette stratégie. D'un côté, les "titres Value" représentent une catégorie mécanique d'actions identifiées par des ratios de valorisation. De l'autre, la "gestion Value" constitue une philosophie d'investissement active basée sur l'analyse fondamentale approfondie. Confondre ces deux approches peut conduire à des déceptions importantes, tant en termes de performance que de compréhension des risques encourus.

Les Titres Value : Une Approche Quantitative et Mécanique

Les titres Value constituent une catégorie définie mécaniquement par des ratios financiers : faible P/E (prix/bénéfices), faible P/B (prix/valeur comptable), dividendes élevés. Un algorithme basique suffit à les identifier dans l'univers d'investissement. Cette approche purement quantitative ne s'intéresse qu'à la valorisation, ignorant délibérément d'autres aspects fondamentaux comme la qualité du management, les avantages concurrentiels durables ou les perspectives futures de croissance.

Investir dans cette catégorie via des produits de gestion passive comme les ETFs revient à acheter automatiquement tous les titres "bon marché" du marché, sans aucun filtre qualitatif. Ces produits répliquent généralement des indices Value construits selon des règles prédéfinies et transparentes. L'investisseur obtient ainsi une exposition diversifiée au facteur Value, mais accepte également d'inclure dans son portefeuille des entreprises potentiellement en difficulté structurelle – ce que la littérature académique appelle les "value traps" (pièges à valeur).

Les titres Value se caractérisent souvent par leur appartenance à des secteurs matures ou en déclin : banques traditionnelles, énergies fossiles, industries lourdes, retail physique. Ces entreprises affichent des ratios de valorisation faibles précisément parce que le marché anticipe des difficultés futures ou une absence de perspectives de croissance. Sans analyse qualitative pour distinguer les véritables opportunités des entreprises structurellement condamnées, l'investisseur s'expose à un risque significatif de destruction de valeur.

La Gestion Value Active : Une Philosophie d'Analyse Approfondie

La gestion active Value est au contraire une philosophie d'analyse approfondie qui se rapproche de l'artisanat. Initiée par Benjamin Graham dans les années 1930 et popularisée par son disciple Warren Buffett, elle repose sur un principe fondamental : acheter des actions à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque, avec une marge de sécurité suffisante.

Le gérant Value analyse chaque entreprise sur de multiples critères avant toute décision d'investissement. Il évalue la qualité du business model, la solidité de la situation financière, les avantages concurrentiels durables (ce que Buffett appelle les "moats" ou douves économiques), la compétence du management, et surtout les catalyseurs potentiels de revalorisation. Cette analyse peut prendre des semaines, voire des mois, pour une seule entreprise.

Warren Buffett illustre parfaitement cette approche avec son investissement massif dans Apple à partir de 2016. Apple était alors classée comme un titre "growth" (croissance) par sa catégorie

sectorielle (technologie) et ses ratios de valorisation. Pourtant, Buffett a appliqué sa philosophie Value en identifiant une sous-évaluation significative par rapport à la valeur intrinsèque de l'entreprise, basée sur l'analyse approfondie de ses flux de trésorerie futurs, la force de son écosystème, et la fidélité exceptionnelle de sa base clients.

Cette méthode peut identifier des opportunités dans n'importe quelle catégorie de titres – Value, Growth, ou intermédiaire. Le gérant Value ne se limite pas aux titres mécaniquement classés "Value" mais recherche la valeur là où elle se trouve, quelle que soit la classification de marché. C'est cette flexibilité et cette analyse qualitative qui distinguent fondamentalement la gestion active de l'approche passive indicielle.

II. Les Fondements Académiques : Une Prime Value Robuste mais Débattue

Avant d'examiner les preuves empiriques de la prime Value, il convient de comprendre les deux grands cadres théoriques qui ont tenté d'expliquer ce phénomène : l'Arbitrage Pricing Theory (APT) et les approches comportementales.

La Théorie de l'Arbitrage des Prix (APT)

Développée par Stephen Ross en 1976, l'Arbitrage Pricing Theory offre une alternative théorique au célèbre Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (CAPM). Contrairement au CAPM qui postule une seule source de risque systématique (le portefeuille de marché), l'APT permet l'existence de multiples sources de risque qui affectent les rendements des actifs.

Le principe fondamental de l'APT repose sur l'absence d'arbitrage : à l'équilibre, les investisseurs ne peuvent pas construire de portefeuilles générant des profits sans risque. Cela conduit à une relation linéaire entre les rendements espérés et les expositions à différents facteurs de risque :

$$E[R_i] = \lambda_0 + \beta_{i1}\lambda_1 + \beta_{i2}\lambda_2 + \dots + \beta_{ik}\lambda_k$$

où $E[R_i]$ représente le rendement espéré de l'actif i , λ_0 est le taux sans risque, β_{ij} mesure la sensibilité de l'actif i au facteur j , et λ_j représente la prime de risque associée au facteur j .

L'avantage clé de l'APT sur le CAPM réside dans sa flexibilité et ses hypothèses moins restrictives. Elle ne requiert pas que les investisseurs détiennent le portefeuille de marché, ni ne fait d'hypothèses contraignantes sur les préférences des investisseurs. Plus important pour notre sujet, l'APT fournit un cadre naturel pour comprendre la prime Value comme une compensation pour l'exposition à des facteurs de risque systématique au-delà du simple risque de marché.

Les travaux empiriques pionniers de Roll et Ross (1980) ont identifié trois à quatre facteurs "valorisés" dans les rendements actions en utilisant l'analyse factorielle sur des données individuelles de 1962 à 1972. Bien qu'ils n'aient pas explicitement identifié ces facteurs économiquement, leur recherche a établi que plusieurs sources de risque systématique expliquent les variations des rendements – une découverte incompatible avec le CAPM à facteur unique.

Chen, Roll et Ross (1986) ont franchi l'étape cruciale suivante en identifiant des interprétations économiques pour ces facteurs systématiques. Ils ont découvert que plusieurs variables macroéconomiques expliquent significativement les rendements boursiers : les surprises d'inflation, les surprises de croissance du PNB, les changements dans la structure par terme des taux d'intérêt, et les variations des primes de risque de défaut (mesurées par les spreads obligataires). Ces facteurs représentent des risques systématiques qui ne peuvent être diversifiés et pour lesquels le marché exige une compensation.

Lien entre APT et la Prime Value

L'APT fournit un cadre naturel pour comprendre le facteur Value. Si les actions Value sont systématiquement plus sensibles à certains facteurs de risque macroéconomique – comme étant plus vulnérables aux ralentissements économiques ou aux conditions du marché du crédit – alors leurs rendements espérés plus élevés représentent une compensation rationnelle pour supporter ces risques systématiques plutôt qu'une inefficience de marché exploitable.

Cette interprétation basée sur le risque positionne la prime Value comme une caractéristique fondamentale de l'évaluation des actifs plutôt qu'une anomalie temporaire. Les entreprises Value, souvent en difficulté financière ou dans des secteurs matures, pourraient avoir des cash-flows plus sensibles aux cycles économiques, justifiant économiquement leur prime de rendement.

Les Travaux Fondateurs de Fama et French

Eugene Fama et Kenneth French ont formalisé l'anomalie Value dans un cadre multi-factoriel qui peut être vu comme une implémentation empirique des principes de l'APT. Dans leur article fondateur publié en 1993, ils ont documenté cette surperformance historique des titres Value avec une rigueur méthodologique qui a révolutionné la finance académique.

Leur modèle à trois facteurs a introduit le facteur HML (High Minus Low), mesurant la différence de performance entre les titres à ratio book-to-market élevé (Value) et faible (Growth). Sur la période 1926-1991 qu'ils ont étudiée, ce facteur génère une prime moyenne de 3 à 5% par an, robuste à travers différentes spécifications et périodes. Cette découverte a positionné la Value comme l'une des anomalies les plus solides de la finance, au même titre que l'effet taille (small caps vs large caps).

Le modèle à trois facteurs de Fama-French peut être interprété comme une implémentation empirique des principes de l'APT, où trois facteurs systématiques – le marché ($R_m - R_f$), la taille (SMB : Small Minus Big), et la valorisation (HML) – capturent l'essentiel des variations de rendements entre actions. Fama et French interprètent la prime HML comme une compensation pour le risque de détresse : les actions Value tendent à être des entreprises avec de faibles performances récentes, des perspectives médiocres, et potentiellement un risque élevé de difficultés financières, particulièrement durant les ralentissements économiques.

En 2015, Fama et French ont étendu leur modèle à cinq facteurs, ajoutant la profitabilité (RMW : Robust Minus Weak) et l'investissement (CMA : Conservative Minus Aggressive). Cette extension reflète une compréhension plus profonde que la Value, mesurée traditionnellement par le ratio book-to-market, peut confondre plusieurs dimensions de caractéristiques d'entreprises. Le modèle à cinq facteurs peut être interprété comme une implémentation encore

plus riche de l'APT, où des facteurs systématiques additionnels (patterns de profitabilité, comportements d'investissement) capturent des sources de risque ou de mispricing au-delà des simples métriques de valorisation.

Cependant, dans une étude plus récente publiée en 2020, Fama et French ont réexaminé la prime Value avec un regard plus critique. Ils constatent que les primes Value sont substantiellement plus faibles en moyenne dans la seconde moitié de leur période d'échantillon (juillet 1963 à juin 2019). Pour les grandes capitalisations, la prime mensuelle est passée de 0,36% à seulement 0,05% ; pour les petites capitalisations, de 0,58% à 0,33%. Toutefois, ils soulignent avec prudence que la forte volatilité des rendements mensuels empêche de conclure définitivement sur une disparition de la prime. Selon leurs propres termes, "il n'y a aucun moyen de dire" si la prime attendue a réellement décliné – 28 ans de données ne suffisent pas face à la volatilité des rendements.

L'Approche Comportementale de Lakonishok, Shleifer et Vishny

En 1994, Josef Lakonishok, Andrei Shleifer et Robert Vishny ont proposé une explication alternative et complémentaire à l'interprétation basée sur le risque de l'APT et des modèles de Fama-French. Plutôt que d'attribuer la surperformance Value à une compensation de risque systématique, ils l'expliquent par des biais comportementaux systématiques des investisseurs.

Leur thèse centrale repose sur le "biais d'extrapolation" : les investisseurs projettent excessivement les tendances passées dans le futur. Ils surestiment les titres "glamour" (growth) ayant bien performé récemment, anticipant que cette performance va se poursuivre indéfiniment. Inversement, ils sous-évaluent excessivement les titres Value ayant mal performé, les abandonnant de façon disproportionnée. Cette sur-réaction crée des opportunités pour les investisseurs patients et contrarians capables de résister à ces biais émotionnels.

Leur analyse empirique démontre que les stratégies Value battent les stratégies "glamour" d'environ 8% par an, sans que cette surperformance soit justifiée par les modèles de risque traditionnels, y compris ceux inspirés de l'APT. Cette découverte représente un défi direct à l'interprétation basée sur le risque : si la prime Value était véritablement une compensation pour supporter un risque systématique plus élevé, elle devrait disparaître après ajustement pour ce risque dans les modèles multi-factoriels.

Ces résultats suggèrent que la prime Value pourrait persister même si elle ne compense pas de risque fondamental, car les biais psychologiques qui la génèrent sont profondément ancrés dans la nature humaine. Cette perspective comportementale a des implications importantes pour la stabilité de la prime : contrairement à une anomalie basée sur l'inefficience qui devrait disparaître une fois identifiée et exploitée (comme le prédirait l'APT), une anomalie basée sur des biais comportementaux persistants pourrait survivre même après sa large diffusion académique et professionnelle.

Le Débat Risk vs Behavioral

La tension entre l'explication basée sur le risque (APT/Fama-French) et l'explication comportementale (Lakonishok-Shleifer-Vishny) reste un débat actif dans la littérature académique. Les partisans de l'approche risque soulignent que les entreprises Value présentent effectivement des caractéristiques de détresse financière et une plus grande sensibilité aux

cycles économiques. Les défenseurs de l'approche comportementale contre-argumentent que les mesures de risque traditionnelles ne parviennent pas à expliquer la magnitude de la surperformance Value.

Ce débat a des implications pratiques importantes pour les investisseurs. Si la prime Value représente une compensation de risque (perspective APT), elle devrait persister dans le futur tant que le risque sous-jacent existe, mais elle viendra avec des périodes de sous-performance marquées durant les récessions. Si elle reflète plutôt des biais comportementaux, elle pourrait offrir un véritable "free lunch" – des rendements excédentaires sans risque proportionnel – mais pourrait potentiellement s'éroder si les marchés deviennent plus efficaces.

Le F-Score de Piotroski : Éviter les Value Traps

En 2000, Joseph Piotroski a apporté une contribution majeure en développant une méthode systématique pour séparer les "gagnants" des "perdants" parmi les titres Value. Son F-Score, notation simple de 0 à 9, évalue la santé financière d'une entreprise selon neuf critères répartis en trois catégories :

Profitabilité (4 points) : ROA positif, cash-flow opérationnel positif, amélioration du ROA par rapport à l'année précédente, et qualité des bénéfices (cash-flow supérieur au résultat comptable).

Levier et Liquidité (3 points) : baisse du ratio de levier, amélioration du ratio de liquidité courante, absence d'émission d'actions nouvelles (qui diluerait les actionnaires existants).

Efficacité Opérationnelle (2 points) : amélioration de la marge brute, amélioration de la rotation des actifs.

Les résultats de Piotroski sont remarquables : les titres Value avec un F-Score élevé (8-9) surperforment la moyenne des titres Value de 7,5% par an. À l'inverse, les titres Value avec un F-Score faible (0-1) sous-performent même les titres Growth. Une stratégie combinant achat des titres Value de qualité et vente à découvert des titres Value de faible qualité a généré environ 23% de rendement annuel dans sa période d'étude.

Cette recherche démontre empiriquement l'importance cruciale de filtrer les titres Value par leur qualité financière. Acheter mécaniquement tous les titres bon marché expose l'investisseur aux "value traps" – ces entreprises dont la faible valorisation est parfaitement justifiée par leurs difficultés structurelles. Le F-Score offre une méthode systématique pour éviter ce piège.

III. Les Recherches d'AQR : Validation et Raffinement de la Value

AQR Capital Management, société de gestion fondée par Clifford Asness (ancien doctorant d'Eugene Fama), a produit certaines des recherches les plus influentes sur la stratégie Value au cours des deux dernières décennies.

"Value and Momentum Everywhere" (2013)

Dans cette étude phare, Asness, Moskowitz et Pedersen démontrent que les primes Value et Momentum ne sont pas confinées aux actions américaines mais existent à travers huit classes d'actifs différentes : actions individuelles (US, UK, Europe, Japon), indices actions futures, obligations gouvernementales, devises, et matières premières.

Cette universalité suggère que la Value n'est pas une simple anomalie spécifique aux marchés actions américains, mais reflète un principe économique fondamental applicable partout. Les auteurs identifient une structure factorielle commune : un facteur Value global et un facteur Momentum global expliquent les rendements à travers les marchés. Ils documentent également une corrélation négative entre Value et Momentum, offrant une diversification naturelle. Un portefeuille combinant 50% Value et 50% Momentum génère un ratio de Sharpe supérieur à chaque stratégie prise isolément.

"Quality Minus Junk" (2013-2019)

Asness, Frazzini et Pedersen ont introduit le facteur "qualité" (QMJ), définissant la qualité selon quatre dimensions : profitabilité (ROE élevé, marges robustes), croissance (croissance rentable des bénéficiaires), sécurité (faible levier, faible volatilité), et gestion (politique de dividende stable, pas de dilution excessive).

Leur découverte clé révèle un "puzzle de la qualité" : les titres de haute qualité ne coûtent que modestement plus cher que les titres de faible qualité, malgré leurs caractéristiques fondamentales supérieures. Cette sous-valorisation de la qualité explique pourquoi le facteur QMJ génère des rendements ajustés au risque positifs dans 24 pays développés.

Crucialement pour notre sujet, ils documentent une corrélation négative entre les facteurs Quality et Value. Les entreprises de haute qualité tendent à se négocier à des valorisations premium, tandis que les titres Value traditionnels présentent souvent des caractéristiques de faible qualité. Cette observation suggère que combiner Value et Qualité – l'approche "Quality at a Reasonable Price" (QARP) – peut améliorer significativement les rendements en évitant les value traps.

"Fact, Fiction, and Value Investing" (2015)

Asness *et al.* (2015) a également critiqué la construction traditionnelle du facteur HML de Fama-French, identifiant des problèmes méthodologiques importants. Le HML original utilise des prix de décembre pour former des portefeuilles en juin, avec un rebalancement annuel. Cela signifie que les prix peuvent avoir jusqu'à 18 mois d'ancienneté à la fin du cycle de rebalancement, créant une sous-performance artificielle.

Leur solution, le "HML-Devil" (DEV), utilise des prix actualisés, un rebalancement plus fréquent, et combine plusieurs mesures de valorisation (P/B, P/E, P/CF). Cette implémentation améliorée augmente significativement la performance du facteur Value, démontrant que les détails de construction sont cruciaux pour capturer efficacement la prime.

"Is There a Replication Crisis in Finance?" (2023)

Jensen, Kelly et Pedersen (2023) répond à une critique majeure : avec des centaines de facteurs documentés dans la littérature, ne s'agit-il pas simplement de data mining (exploitation abusive des données) ?

L'article analyse 153 facteurs dans 93 pays et conclue que la majorité peut être répliquée avec succès. Ces facteurs se regroupent en 13 thèmes cohérents, suggérant une structure sous-jacente plutôt qu'un chaos de facteurs isolés. Paradoxalement, le grand nombre de facteurs renforce leur validité collective – ils se confirment mutuellement plutôt que de se contredire.

Pour le facteur Value spécifiquement, cette recherche valide sa robustesse en démontrant qu'il fait partie d'une structure factorielle cohérente et répliquable, et non d'un artefact statistique isolé.

La "Value Lost Decade" : Documentation de la Période Difficile

AQR a également documenté avec rigueur et honnêteté la période exceptionnellement difficile traversée par la Value entre 2007 et 2020 – plus de 13 ans de sous-performance, la plus longue de l'histoire. Cette sous-performance a été particulièrement marquée face aux géants technologiques (FAANG : Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google).

Leur analyse identifie plusieurs facteurs structurels potentiels : taux d'intérêt ultra-bas favorisant les valeurs de croissance à duration longue, concentration exceptionnelle du marché dans les méga-caps technologiques, et importance croissante des actifs incorporels (brevets, données, effets de réseau) mal capturés par les ratios comptables traditionnels comme le book-to-market.

Malgré cette période difficile, AQR maintient que le phénomène est fondamentalement cyclique plutôt que structurel. Ils argumentent que les fondamentaux économiques justifiant la prime Value restent valides, et que la sous-évaluation extrême des titres Value fin 2019 suggérait un retournement imminent. Le fort rebond de la Value lors de la rotation post-COVID en 2020-2022 a partiellement validé cette thèse, bien que le débat reste ouvert sur la persistance future de la prime dans un monde dominé par les actifs incorporels. On notera également que Darolles, Le Fol, Mero (2026) utilise une approche par changement de régimes afin de répondre à cette même question.

IV. Confirmation Empirique : Gestion Active vs Gestion Passive

Il est évidemment intéressant pour l'investisseur de confirmer ces conclusions théoriques en comparant les performances financières réelles des deux approches. Pour cela, nous utilisons la décomposition classique de la performance d'un fonds en composantes alpha (surperformance ajustée du risque) et beta (exposition au marché) versus l'indice MSCI EMU.

Nous comparons l'indice MSCI EMU Value Net (représentant la gestion Value passive) et un panier de quatre fonds de gestion Value active incluant ACTIONS 21, Moneta Multi Caps, DNCA Centifolia, et R-co Conviction France, sur une période allant de novembre 2007 à

janvier 2026 – soit près de 18 ans incluant la crise financière de 2008, la crise des dettes souveraines européennes, et la période difficile de sous-performance Value.

Les résultats repris dans la Table 1 confirment de manière frappante les prédictions de la recherche académique. La gestion passive Value (MSCI EMU Value Net) offre une rentabilité moyenne de 6,21% avec une volatilité de 22,36%. Surtout, elle génère un alpha négatif de -1,16% par an versus le MSCI EMU, avec un beta de 106,67%. Cette performance décevante s'explique par l'inclusion mécanique de nombreux "value traps" – entreprises bon marché car en déclin structurel – et l'absence totale de filtre qualitatif.

Table 1 : Comparaison des performances de la gestion active vs la gestion passive

	Panier* gestion active Value	MSCI Euro Value Net
Rentabilité moyenne	7,45%	6,21%
Volatilité	19,64%	22,36%
alpha vs MSCI EMU	1,05%	-1,16%
beta vs MSCI EMU	92,68%	106,67%

Au contraire, le panier de gestion active Value génère une rentabilité moyenne supérieure de 7,45% avec une volatilité plus faible de 19,64%. Crucialement, l'alpha est positif à 1,05% par an, avec un beta plus défensif de 92,68%. Cette différence de 2,21 points d'alpha annuel (1,05% - (-1,16%)) est considérable sur le long terme : elle représente plus de 40% de surperformance cumulée sur 18 ans.

Ces résultats empiriques valident la thèse centrale : les gérants Value actifs et talentueux arrivent à transformer un rendement beta standard (voire négatif en alpha comme le montre l'indice passif) en alpha significatif par l'analyse approfondie et le stock-picking.

V. L'Effet de Diversification : Intégrer la Value dans un Portefeuille

Au-delà de la performance absolue, la recherche académique démontre que les titres Value ont historiquement offert trois avantages majeurs dans une allocation :

La diversification : corrélation négative avec les valeurs de croissance, permettant de réduire le risque global du portefeuille.

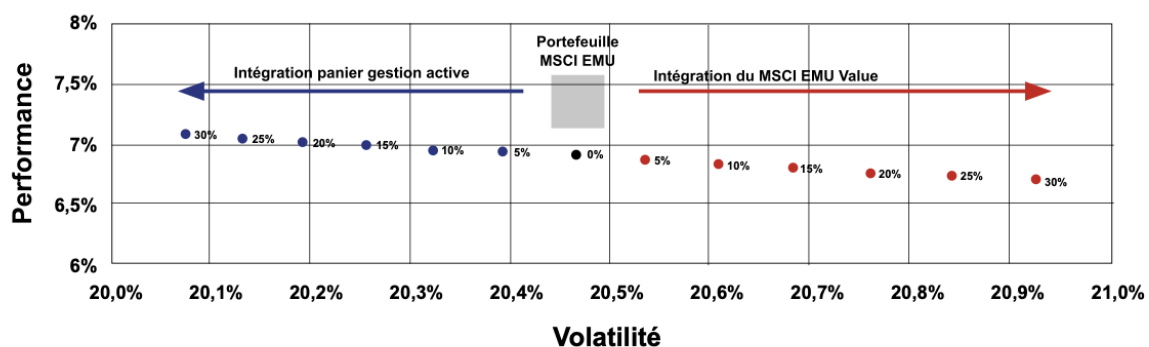
La protection relative : surperformance lors des rotations de marché, particulièrement quand les investisseurs se détournent des valeurs spéculatives vers les fondamentaux solides.

L'exposition à des valorisations attractives : point d'entrée plus favorable et dividendes souvent généreux générant un rendement régulier.

Pour évaluer si ces avantages persistent malgré la période difficile récente, nous présentons les résultats d'une étude quantitative consistant à investir un pourcentage croissant d'un portefeuille actions (modélisé par le MSCI EMU) dans l'indice MSCI EMU Value Net (gestion Value passive) d'une part, et dans notre panier de fonds Value actifs d'autre part, sur la période novembre 2007 à janvier 2026.

Les résultats repris dans la Figure 1 sont sans appel. Alors que la gestion Value passive perd son avantage en termes de diversification (plus de risque, moins de rentabilité espérée – la frontière efficiente se dégrade), la gestion Value active permet non seulement de maintenir le niveau de performance mais aussi de réduire le risque du portefeuille final. L'ajout progressif de gestion Value active déplace le portefeuille vers le nord-ouest du plan moyenne-volatilité – exactement ce que recherche tout investisseur rationnel.

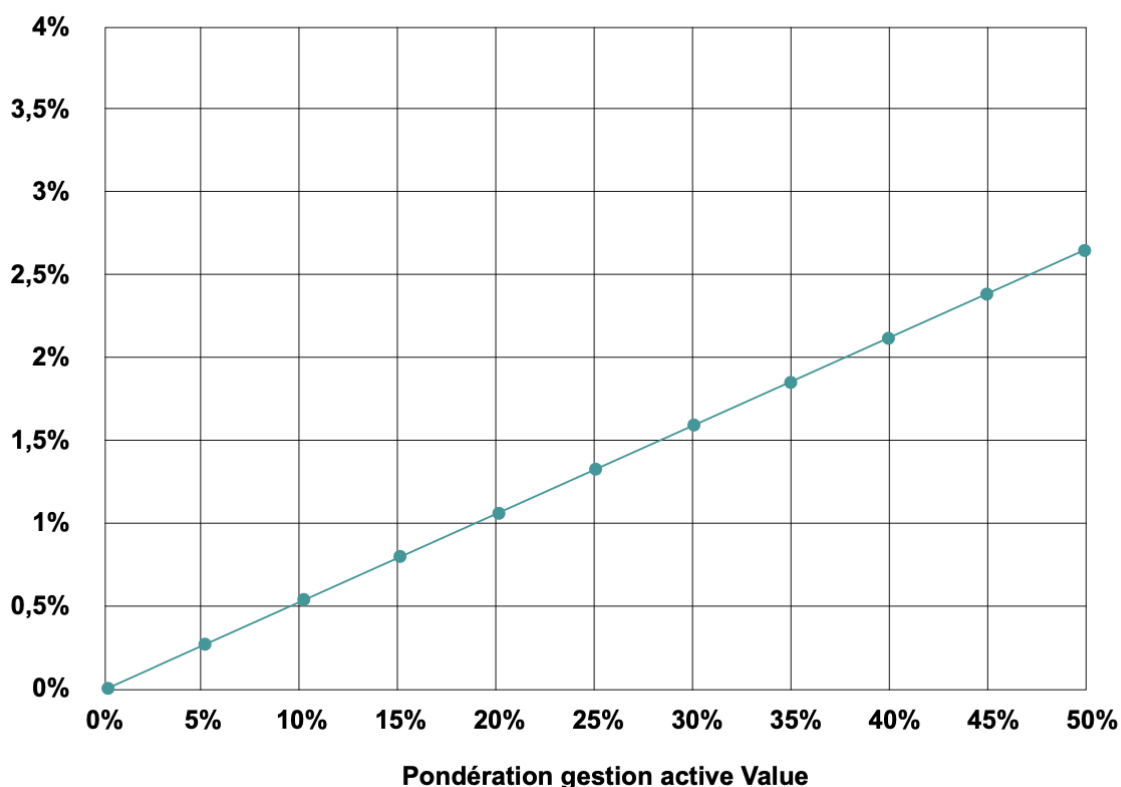
Figure 1 - Effet de diversification d'un portefeuille actions via la gestion Value passive (courbe rouge) et Value active (courbe bleue)



Allocation Optimale : Combien de Value dans votre Portefeuille ?

Reste la question cruciale : combien en mettre ? La réponse dépend naturellement du profil de risque de l'investisseur et de ses contraintes de gestion, notamment en termes de Tracking Error (écart de performance par rapport à un benchmark de référence).

Figure 2 - Tracking Error impliquée par une diversification d'un portefeuille actions via une gestion active Value



La Figure 2 démontre que notre analyse de la Tracking Error induite par la diversification vers la gestion Value active révèle des seuils naturels :

Pour un investisseur prudent voulant limiter la Tracking Error à 1%, **15 à 20% du portefeuille actions** en exposition Value active constitue un bon équilibre. Cette allocation capture l'effet bénéfique de la diversification sans engendrer d'écarts significatifs au benchmark. L'investisseur bénéficie de l'alpha positif de la gestion active tout en restant proche de son allocation de référence.

Les investisseurs plus agressifs visant une Tracking Error proche de 2%, ou ceux ayant une forte conviction dans l'approche Value, peuvent monter à **35-40%** d'exposition. Cette allocation plus importante est particulièrement judicieuse après des périodes prolongées de sous-performance Value, quand les valorisations relatives sont devenues extrêmement attractives – précisément la situation observée fin 2019-début 2020 avant le fort rebond de 2020-2022.

Point crucial : ces allocations recommandées concernent spécifiquement la gestion Value active, pas l'exposition passive via ETF. Comme le démontrent nos résultats empiriques, l'indice passif génère un alpha négatif qui détruit de la valeur plutôt que d'en créer. L'investisseur souhaitant une exposition mécanique au facteur Value devrait privilégier des approches améliorées intégrant des filtres de qualité (style QARP) plutôt que de simples indices Value traditionnels.

VI. Conclusion : Deux Métiers Radicalement Différents

Au final, il apparaît clairement qu'acheter des titres Value revient à acquérir un panier standardisé d'actions bon marché, incluant inévitablement des entreprises en difficulté structurelle. Cette approche génère une exposition au facteur Value, mais sans le filtre qualitatif nécessaire pour éviter les pièges. Les résultats empiriques le confirment : l'alpha est négatif sur longue période.

Pratiquer la gestion active Value revient au contraire à exercer un vrai métier, celui de gérant analyste fondamental. Cette approche exige expertise, patience, discipline, et capacité à résister aux modes du marché. Elle nécessite des semaines d'analyse par entreprise, une compréhension profonde des business models, et surtout l'humilité de reconnaître qu'on ne peut pas tout comprendre – d'où l'importance du "cercle de compétence" cher à Warren Buffett.

La recherche académique valide les deux approches dans leur principe – la prime Value existe et a été robuste historiquement – mais avec une nuance capitale : filtrer par la qualité améliore drastiquement les résultats. Piotroski a démontré qu'un simple score à 9 points permet de capturer +7,5% de surperformance annuelle. Les travaux d'AQR confirment que combiner valorisation et qualité surperforme nettement l'achat mécanique de titres Value.

Nos résultats empiriques sur 18 ans le confirment de manière frappante : la différence d'alpha entre gestion active (+1,05% par an) et gestion passive (-1,16% par an) représente 2,21 points annuels, soit plus de 40% de surperformance cumulée. Cette différence ne reflète pas la chance mais bien la valeur ajoutée de l'analyse fondamentale et du stock-picking.

Pour l'investisseur final, le message est clair : **privilégiez la gestion Value active de qualité.** Allouez 15-25% de votre portefeuille actions à des gérants Value reconnus ayant démontré leur capacité à éviter les value traps et à identifier les véritables opportunités. Évitez les ETF Value purs qui vous exposent mécaniquement aux entreprises en déclin. Et surtout, adoptez un horizon long terme de 10 ans minimum – la patience est l'alliée indispensable de toute stratégie Value réussie.

La Value n'est pas morte, comme certains l'ont proclamé trop rapidement. Elle exige simplement plus de discernement et de professionnalisme qu'une simple exposition mécanique à des ratios de valorisation. C'est précisément cette exigence qui crée l'opportunité pour les gérants actifs talentueux de générer de l'alpha durable.

Références Bibliographiques

Asness, C. S., Frazzini, A., & Pedersen, L. H. (2019). "Quality Minus Junk." *Review of Accounting Studies*, 24(1), 34-112.

Asness, C. S., Moskowitz, T. J., & Pedersen, L. H. (2013). "Value and Momentum Everywhere." *Journal of Finance*, 68(3), 929-985.

Basu, S. (1977). "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis." *Journal of Finance*, 32(3), 663-682.

Bergen, M., Boons, M., & Szymanowska, M. (2024). "Intrinsic Value." *Journal of Financial Economics*, 153, 103781.

Blitz, D., & Hanauer, M. X. (2021). "Resurrecting the Value Premium." *Journal of Portfolio Management*, 47(4), 63-81.

Darolles, S., Le Fol, G., & Mero, G. (2026). "In Search of Value." *Working Paper*.

Chen, N., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). "Economic Forces and the Stock Market." *Journal of Business*, 59(3), 383-403.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). "Value Versus Growth: The International Evidence." *Journal of Finance*, 53(6), 1975-1999.

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). "A Five-Factor Asset Pricing Model." *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.

Fama, E. F., & French, K. R. (2020). "The Value Premium." *Fama-Miller Working Paper*, University of Chicago Booth School of Business.

Gulen, H., Xing, Y., & Zhang, L. (2011). "Value versus Growth: Time-Varying Expected Stock Returns." *Financial Management*, 40(2), 381-407.

Guo, H., Savickas, R., Wang, Z., & Yang, J. (2017). "Time-Varying Risk-Return Relation and the Value Premium Puzzle." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 851-876.

Herskovic, B., Kelly, B., Lustig, H., & Van Nieuwerburgh, S. (2018). "Firm Volatility in Granular Networks." *Journal of Political Economy*, 126(4), 1383-1432.

Israel, R., Laursen, K., & Richardson, S. (2020). "Is (Systematic) Value Investing Dead?" *Journal of Portfolio Management*, 46(4), 38-62.

Israel, R., & Moskowitz, T. J. (2013). "The Role of Shorting, Firm Size, and Time on Market Anomalies." *Journal of Financial Economics*, 108(2), 275-301.

Jensen, T. I., Kelly, B. T., & Pedersen, L. H. (2023). "Is There a Replication Crisis in Finance?" *Journal of Finance*, 78(5), 2465-2518. *Distinguished Paper Award 2023*.

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk." *Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.

Linnainmaa, J. T., & Roberts, M. R. (2018). "The History of the Cross-Section of Stock Returns." *Review of Financial Studies*, 31(7), 2606-2649.

Park, S. Y., Bae, J., & Kang, J. (2023). "Value-Growth Premium in a Time-Varying Risk-Return Framework." *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(3), 831-850.

Piotroski, J. D. (2000). "Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers." *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 1-41.

Roll, R., & Ross, S. A. (1980). "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory." *Journal of Finance*, 35(5), 1073-1103.

Ross, S. A. (1976). "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing." *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.

Ritchkov, D. (2010). "Expected Returns on Value, Growth, and HML." *Working Paper*, Boston College.

Schwert, G. W. (2003). "Anomalies and Market Efficiency." In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1B, pp. 939-974). Amsterdam: Elsevier.

Soumya, A., Singh, V., & Yadav, S. S. (2019). "Understanding Value and Size Premium: Evidence from Firm Characteristics." *Global Business Review*, 20(5), 1189-1206.