

L'HABILLAGE DE PORTEFEUILLE PAR LES GÉRANTS DE FONDS DANS LA LITTÉRATURE : INCITATIONS, EFFETS ET RISQUES

FRANÇOISE LE QUÉRÉ *

Dans les pays industrialisés, une part croissante des placements n'est pas gérée directement par les investisseurs, mais elle est déléguée à des intermédiaires financiers. Si la pratique de la gestion déléguée présente des avantages indéniables, une littérature s'est développée et s'attache à étudier d'éventuels effets pervers qui pourraient en découler. Sur le plan théorique, la gestion déléguée s'analyse en effet comme un problème d'agence dans lequel il existe des asymétries d'information et où les intérêts des deux parties ne coïncident pas : alors que l'investisseur attend du gérant de fonds qu'il maximise l'espérance de rendement ajustée du risque de son placement, ce dernier cherche à maximiser son profit attendu. Ce conflit d'agence est supposé être à l'origine d'un certain nombre de comportements de la part des gérants allant à l'encontre des intérêts des investisseurs¹. Nous nous intéressons ici à l'une de ces pratiques que les gérants adopteraient : le *window dressing* (habillage de portefeuille).

275

Lorsque des investisseurs achètent des actifs en gestion collective, ils sont motivés par l'attrait d'une gestion professionnelle. En souscrivant des parts de fonds, ils renoncent à gérer eux-mêmes leurs portefeuilles de titres au profit d'un gérant supposé doté de compétences et censé produire suffisamment d'efforts pour en optimiser la performance ajustée au risque. Comme le principal (l'investisseur) confie la gestion

* Laboratoire d'économie d'Orléans (LEO), université d'Orléans.

de son portefeuille à un agent (le gérant), on peut supposer qu'il va être attentif à la manière dont les fonds sont gérés. La recherche d'informations et son utilisation par le gérant n'étant pas observables par l'investisseur, l'un des moyens de s'assurer qu'il agit au mieux de ses intérêts consiste à lui demander de communiquer la composition du fonds selon une fréquence fixe. La performance relative de chaque fonds et la composition des portefeuilles constituent des indicateurs complémentaires et pertinents pour choisir un fonds. Le compte rendu du portefeuille (*reporting*) est de ce fait examiné avec soin par les souscripteurs de fonds. Si le fonds dégage une performance satisfaisante, ils peuvent considérer que le gérant a déployé suffisamment d'efforts. Au-delà de la performance obtenue, et même si elle est supérieure à celle de fonds comparables, les investisseurs tireront également de l'information des titres qui le composent.

Les gérants (sociétés d'investissement) qui créent et gèrent les fonds ont, pour leur part, comme objectif de maximiser leur rémunération. Or, une large majorité de gérants ont un contrat de rémunération défini en pourcentage de la valeur de l'actif géré. Cette forme de rémunération les incite à augmenter l'afflux de nouveaux encours. Dans un contexte de concurrence accrue, les gérants peuvent espérer augmenter la taille des actifs sous gestion s'ils acquièrent la réputation d'obtenir de meilleures performances relatives, ou si leurs fonds affichent des détentions attractives, tout en respectant la philosophie d'investissement initiale. Ce sont ces différentes contraintes qui inciteraient les gérants à pratiquer le *window dressing*, consistant à manipuler le portefeuille avant d'en dévoiler la composition aux investisseurs.

L'objet de cet article est de dresser le panorama de la littérature s'intéressant à cette pratique. Nous décrivons d'abord les formes de *window dressing* et les différentes incitations qui peuvent conduire les gérants à habiller leurs portefeuilles. Ensuite, nous exposons les résultats des travaux empiriques réalisés sur cette question. Enfin, nous présentons une synthèse des travaux sur les conséquences du *window dressing* révélant, d'une part, les coûts qu'une telle pratique ferait subir aux investisseurs et, d'autre part, le lien entre le *window dressing* et la volatilité des cours.

LE WINDOW DRESSING : DÉFINITION, FORMES ET INCITATIONS

En gestion collective, les investisseurs finals font le choix de déléguer la gestion de leurs fonds à des gérants de portefeuilles. De son côté, chaque gérant s'efforce de leur démontrer qu'il réalise pour leur compte

la gestion la plus pertinente. La transmission des informations des gérants aux investisseurs est ponctuelle et intervient lors de chaque *reporting*.

La fréquence des *reportings* et leur contenu varient selon les réglementations et les pratiques nationales. En France, la fréquence du *reporting* est annuelle. Aux États-Unis, les *reportings* étaient transmis aux détenteurs selon une fréquence semestrielle conformément à la loi de 1985 s'appliquant aux *mutual funds*. Depuis 2004, les détentions sont transmises trimestriellement (Elton et *al.*, 2007). En Australie, aucune réglementation ne contraint les gérants à diffuser leurs détentions (Gallagher et Pinnuck, 2003). Dans un marché émergent comme la Chine, la China Securities Regulatory Commission demande aux gérants de diffuser chaque trimestre les dix plus grosses détentions aux investisseurs (Xiao, Cheng et Chen, 2005). Au-delà de la fréquence « réglementaire » du *reporting*, les gérants peuvent choisir de diffuser la composition de leurs portefeuilles selon des intervalles plus rapprochés. Par ailleurs, il semble que même lorsque la fréquence de transmission de la composition des détentions est trimestrielle, le compte rendu des opérations transmis en fin d'année est plus attentivement observé que les *reportings* intermédiaires.

Les investisseurs sont alors en mesure d'examiner les informations transmises par les gérants : les objectifs du fonds, la stratégie, les commissions, la performance adossée au risque et les plus grandes détentions y figurent. La performance réalisée constitue une information décisive pour les investisseurs, mais elle est croisée avec l'analyse de la composition du portefeuille qui est également un indicateur permettant de juger les compétences des gérants. Le gérant est conscient que le *reporting* fait l'objet d'une attention particulière des investisseurs. Il sait que si les éléments communiqués ne correspondent pas à leurs attentes, les investisseurs risquent de retirer leurs fonds. Il va donc chercher à faire apparaître son portefeuille sous l'angle le plus convaincant en mettant en valeur les lignes les plus attractives et en dissimulant celles qui le sont moins. C'est précisément ce type de pratique que l'on désigne sous le terme de *window dressing*.

Le *window dressing* tend à se produire juste avant les périodes de divulgation de la composition du portefeuille aux investisseurs finals, mais les remaniements de titres détenus par le fonds n'ont pas pour objectif d'en modifier la performance d'ensemble. L'habillage de fonds actifs sur les marchés monétaires peut s'effectuer au cours des jours précédant la diffusion du compte rendu (Musto, 1999). Le souci de réduire les coûts de transaction contribue à allonger la période du *window dressing* lorsqu'il s'agit d'actifs moins liquides. La période

requis pour recomposer un fonds investi en actions est donc susceptible d'être plus longue, mais reste en définitive difficile à évaluer (O'Neal, 2001).

Les recompositions de portefeuille recouvrent plusieurs modalités d'habillage pouvant être combinées. Meier et Schaumburg (2004) recensent plusieurs types de recompositions auxquelles se livreraient les gérants de fonds mutuels américains :

- juste avant le *reporting*, les gérants auraient tendance à augmenter la part des actions ayant obtenu récemment de bonnes performances dans leurs détentions. Dans la mesure du possible, les gérants tenteront par la suite de communiquer sur ces actions surperformantes auprès des investisseurs, notamment en les faisant apparaître dans leurs plus fortes détentions² ;

- à l'opposé, les gérants peuvent chercher à se débarrasser des actions qu'il convient de dissimuler aux investisseurs. Il s'agit d'actions ayant dégagé de mauvaises performances au cours de la période précédant la diffusion des comptes rendus, ou d'actions « sulfureuses » ou « embarrassantes » concernant des sociétés impliquées dans des scandales ou des malversations. Le *window dressing* permet d'éviter d'en justifier la présence et de dissimuler ce qui pourrait être interprété comme le signe d'une mauvaise décision d'investissement. Ng et Wang (2004) observent que la progression des ventes d'actions sous-performantes au cours du dernier trimestre serait plus répandue que la technique consistant à acheter des actions gagnantes. La dissimulation de mauvais choix serait en ce sens le ressort le plus usuel du *window dressing* ;

- l'envoi de signaux positifs à destination des investisseurs peut également passer par l'achat d'une action considérée comme incontournable ; Sias (2007) cite le cas de l'action Google en 2005. Les réallocations peuvent également porter vers des secteurs considérés comme particulièrement porteurs aux yeux des investisseurs à un moment donné tels ceux de l'énergie, des nouvelles technologies ou de l'immobilier ;

- les gérants de fonds censés respecter un style de gestion (destiné à préciser aux investisseurs la politique d'investissement dans certaines classes d'actifs) doivent apparaître en phase avec ce style au moment du *reporting*. S'ils s'en sont écartés au cours de l'année, ils vont réaménager le portefeuille du fonds en sortant les actions considérées comme non cohérentes avec le style de gestion et en rachetant celles qui s'y conforment ;

- de la même manière, les gérants peuvent être tentés d'augmenter le profil de risque de leurs fonds pour en accroître la performance. Mais la présence d'actifs risqués au moment de la divulgation du contenu

du fonds pourrait être mal perçue par les investisseurs. Les gérants procèdent à des arbitrages en vendant les actifs considérés comme risqués et en achetant les actifs ayant un profil de risque plus faible.

L'objectif du *window dressing* consiste donc à présenter une composition de portefeuille flatteuse ou rassurante, voire à dissimuler des erreurs en matière de décisions d'investissement au moment du *reporting*. Les incitations aux recompositions à des fins de *window dressing* se révèlent néanmoins hétérogènes. Meier et Schaumburg (2004) mettent en avant certaines caractéristiques des fonds qui renforceraient plus ou moins le recours des gérants au *window dressing* et en deviendraient des indicateurs³ :

- l'incitation au *window dressing* est d'autant plus forte que les performances antérieures du fonds ont été faibles ;
- la stratégie du *window dressing* se repère par une augmentation des ratios de rotation des fonds au cours de la période précédant la parution du *reporting* ;
- la réputation d'un fonds récemment créé risque d'être insuffisante pour que les détenteurs soient rassurés par leur placement sans consulter attentivement la composition du fonds, d'où l'incitation au *window dressing*. Réciproquement, des fonds anciens ayant acquis une réputation feraient *a priori* moins l'objet d'habillage ;
- les styles de gestion affichés par les gérants produiraient des incitations très variables en matière de *window dressing*. Meier et Schaumburg (2004) constatent en toute logique que les gérants de fonds stylés « croissance » ont de fortes incitations à faire apparaître dans leurs portefeuilles les actions les plus recherchées du moment car les investisseurs ne comprendraient pas qu'elles n'y soient pas mentionnées. De la même façon, les gérants de fonds « *value* » auront tendance à dissimuler la présence d'actions surcotées dans leurs portefeuilles. De fait, plus le fonds est géré activement, plus les incitations au *window dressing* sont fortes, d'autant que le niveau attendu d'échanges de titres sur ce style de gestion est élevé et parfaitement compatible avec le *window dressing*. À l'inverse, les stratégies du *window dressing* doivent être moins fréquentes pour les fonds indexés (O'Neal, 2001) ;
- le type d'actifs détenus dans les fonds est également un critère discriminant. Lorsque le fonds est massivement investi en actifs liquides, les échanges de titres sont peu coûteux, ce qui facilite le *window dressing*, là où les coûts de transaction sont supposés freiner le recours des gérants au *window dressing* pour des actifs plus illiquides ;
- Meier et Schaumburg (2004) estiment que les gérants ont tendance à réitérer le *window dressing* s'ils ont déjà eu recours à cette pratique dans le passé ;
- l'incitation au *window dressing* pourrait dépendre du type de

détenteurs ultimes des fonds. Lorsque les fonds sont majoritairement souscrits par des particuliers, les gérants seraient davantage tentés de procéder à du *window dressing*. À l'inverse, si les fonds sont essentiellement placés par des institutionnels, l'incitation doit être plus faible, étant entendu que le caractère artificiel de la pratique a plus de chances d'être détecté par ces investisseurs, supposés à la fois plus sophistiqués et prêts à supporter d'éventuels coûts d'accès à l'information concernant les détentions des fonds entre deux *reportings*. Au sein même de la catégorie des investisseurs institutionnels, He, Ng et Wang (2004) considèrent que la sensibilité au *window dressing* est différente selon que le fonds est géré en interne ou par délégation. Les gérants externes se voient confier des encours à gérer pour le compte d'institutionnels suite à un processus de mise en concurrence, puis de sélection. Ils ont des comptes à leur rendre et risquent des reflux de fonds importants en cas de mauvaise appréciation. À l'inverse, lorsque la gestion des encours s'effectue en délégation interne au sein des investisseurs institutionnels, le risque de reflux des fonds est faible ainsi que l'incitation au *window dressing*.

LES ESSAIS DE VÉRIFICATION EMPIRIQUE DU WINDOW DRESSING

280

Bien que la pratique du *window dressing* soit considérée comme courante par certains praticiens, les essais concernant sa vérification empirique donnent des résultats mitigés. La littérature académique, au demeurant peu nombreuse concernant la seule question du *window dressing*, n'apporte pas de preuves totalement convaincantes concernant le recours des gérants à cette pratique. Mais en réalité, cela n'a rien de surprenant. En premier lieu, la preuve ne pourra en être apportée tant que l'on ne disposera pas des portefeuilles réellement détenus par les gérants entre les phases de *reporting* et qu'il ne sera pas possible d'en comparer la composition avec celle qui est révélée au public. Naturellement, c'est bien parce que ces données ne sont pas disponibles, tout du moins gratuitement, que l'on peut imaginer l'existence même de cette pratique (O'Neal, 2001). En second lieu, le *window dressing* est censé être identifiable par des transactions spécifiques précédant la publication des *reportings*. Or, ces mêmes transactions peuvent être initiées pour des raisons complètement différentes, tout comme se confondre avec elles. Prétendre que le ressort de ces transactions s'effectue aux seules fins de *window dressing* pose donc des difficultés ; ceci explique qu'il soit difficile au final de mesurer l'intensité de la pratique dans les faits.

Différents travaux empiriques ont néanmoins cherché à évaluer si

le *window dressing* est véritablement répandu auprès des gérants de fonds, qu'il s'agisse de fonds mutuels, de fonds de pension, de fonds monétaires ou de fonds obligataires⁴.

Lakonishok et *al.* (1991) analysent les stratégies des gérants de fonds de pension⁵. Leurs calculs, fondés sur l'élaboration d'indices de mesures d'intensité d'achats et de ventes de titres à la fin de chaque trimestre, révèlent que les gérants de fonds de pension tendent à vendre davantage les actions à performance médiocre au cours du dernier trimestre qu'au cours des trois autres, ce qui correspond bien à l'idée qu'ils cherchent à retirer de leurs fonds les actions « compromettantes » avant de communiquer leurs détentions aux investisseurs. Ces auteurs ne constatent pas d'achats symétriques d'actions surperformantes en fin d'année. Si le *window dressing* n'est pas une pratique qui leur semble répandue, c'est parce que les fonds de pension sont détenus par des investisseurs institutionnels moins susceptibles de se laisser abuser par ces pratiques que des investisseurs individuels.

O'Neal (2001) établit l'existence de recompositions de portefeuille à des fins d'habillage en considérant des fonds mutuels de grande taille investis en actions aux États-Unis⁶. Cette stratégie est d'autant plus nette qu'il s'agit de fonds profilés « croissance » et gérés plus activement. Des stratégies typiques de *window dressing* sont également mises en évidence par He, Ng et Wang (2004)⁷ : les ventes d'actions perdantes sont manifestes en fin de trimestre (et plus particulièrement au dernier trimestre) et sont initiées de préférence par des gérants externes ayant auparavant expérimenté des performances relatives médiocres. Meier et Schaumburg (2004) observent les comportements des fonds mutuels américains de 1997 à 2002 aux dates de *reporting* de juin et décembre. Des stratégies conformes au *window dressing* seraient pratiquées par une partie non négligeable des fonds (15 % de leur échantillon), notamment là aussi les fonds profilés « croissance » et à faible performance antérieure.

La validité empirique d'un recours des gérants au *window dressing* est néanmoins contestée par Chen et Singal (2004) qui se basent à la fois sur l'étude du rendement des fonds et sur l'éventualité de taux de rotation anormaux au moment du *reporting*. Considérant qu'il existe alors un *reporting* biannuel aux États-Unis, ils choisissent d'étudier si le *reporting* de juin donne lieu à des comportements du type achats de petites actions risquées sur les périodes bien antérieures au *reporting* et revente avant la diffusion de la composition des actions aux investisseurs. Empiriquement, ils ne constatent pas d'évolution anormale des rendements ou des taux de rotation à cette date qui seraient compatibles avec l'hypothèse de *window dressing*.

Le lien entre fréquence des *reportings* et pratique du *window dressing* a été étudié par Elton et al. (2007). L'augmentation de la fréquence des *reportings* conduit-elle les gérants à procéder à une hausse des pratiques d'habillage de leurs fonds ? Leur objectif est de vérifier empiriquement si le *window dressing* se produit avec autant de force lors des *reportings* trimestriels, semestriels ou annuels. Leurs résultats indiquent que l'augmentation des taux de rotation, les ventes d'actions perdantes ou encore les achats d'actions gagnantes de fonds mutuels investis en actions se produisent seulement à l'approche du rapport annuel, validant qu'il fait l'objet de la plus grande attention de la part des investisseurs.

D'autres études empiriques cherchant à tester l'existence de recompositions de portefeuille relevant du *window dressing* sont réalisées pour les fonds monétaires et obligataires. Musto (1997 et 1999) et Farinella et Koch (2000) constatent que les gérants d'actifs sur le marché monétaire aux États-Unis détiennent plus de titres émis par des agents privés (*commercial papers*) que d'actifs publics entre deux périodes de *reporting*. Le *window dressing* consiste à augmenter la part des détentions de titres émis par le gouvernement (liquides et garantis, ils apparaissent plus légitimes même s'ils sont moins rémunérateurs) et à diminuer la part des titres privés avant que ne soient révélés les comptes rendus aux investisseurs, et ainsi à dissimuler le véritable risque des portefeuilles entre les phases de *reporting*⁸. De plus, la pratique d'habillage semble là aussi plus particulièrement répandue pour les fonds à faibles performances antérieures et destinés aux investisseurs individuels : des bases de données retraçant les détentions de portefeuilles hebdomadaires sont disponibles, mais seuls les investisseurs institutionnels sont prêts à acheter l'accès à ces bases pour réaliser le suivi des portefeuilles.

Dans le cas des fonds obligataires, l'analyse des risques crédit entre les phases de *reporting* démontre que des recompositions ont lieu concernant des obligations à fort risque de crédit (détenues entre les phases de *reporting*) vers des obligations à faible risque de crédit (des obligations d'État) avant la divulgation du contenu du fonds obligataire aux investisseurs (Morey et O'Neal, 2006). Les gérants souhaitent laisser croire aux investisseurs qu'ils détiennent continûment une part importante de leurs portefeuilles en titres souverains, sans que cela soit représentatif de leurs détentions entre deux périodes de *reporting*.

L'ensemble de ces études pose en réalité de nombreuses difficultés sur le plan empirique. Le *timing* des transactions pourrait être considéré, par exemple, comme un bon indicateur du recours au *window dressing*. Mais il n'est pas certain qu'un taux élevé de rotation des titres avant

la diffusion du compte rendu ait pour seul ressort l'habillage du fonds. C'est sans doute ce type de difficulté qui rend tout effort d'identification du *window dressing* extrêmement complexe.

QUELQUES CONSÉQUENCES DU WINDOW DRESSING

Le débat concernant le *window dressing* comporte des enjeux qui dépassent l'intérêt d'une connaissance affinée des comportements des gérants. Le biais de l'information aux investisseurs concernant à la fois la composition véritable des portefeuilles et les compétences des gérants constitue un premier problème qu'il convient de resituer dans le cadre de la relation d'agence. Les effets induits sur la volatilité saisonnière des prix d'actifs constituent un autre type de questionnement.

Les coûts du window dressing supportés par les investisseurs finals

La transparence de l'information financière était un thème relativement absent jusqu'aux années 2000, c'est-à-dire jusqu'à ce que les scandales des sociétés Enron et WorldCom éclatent. La dissimulation d'informations concernant ces sociétés a été retenue comme un facteur de dysfonctionnement important des marchés par les régulateurs américains. Face à ce constat, la Securities and Exchange Commission (SEC) a cherché à améliorer la transparence dans le but d'obtenir une meilleure sécurisation des investisseurs (Hu et Villa, 2007). Dans le domaine de la gestion d'actifs, l'amélioration de la qualité de l'information transmise par les gérants aux investisseurs devait concourir à améliorer le fonctionnement des marchés. C'est pourquoi il est apparu légitime aux autorités réglementaires américaines d'exiger davantage d'informations sur les actifs détenus par les fonds⁹. Depuis 2004, les investisseurs institutionnels doivent révéler à la SEC le contenu précis de leurs portefeuilles dans des comptes rendus trimestriels¹⁰ suivant des normes déterminées. Une partie des compositions est diffusée à des fournisseurs d'informations sans que les détenteurs ultimes des fonds n'en disposent eux-mêmes directement¹¹.

On pourrait considérer que c'est précisément parce que les gérants subissent une augmentation des contraintes de divulgation d'informations qu'ils seraient incités à habiller leurs portefeuilles. C'est en ce sens que Gallagher et Pinnuk (2003) indiquent que l'hypothèse de *window dressing* se pose dans les pays où des exigences de publication de la composition des portefeuilles sont mises en place : en Australie, l'absence de contraintes réglementaires comparables rend l'hypothèse moins vraisemblable qu'aux États-Unis. Une contradiction apparaît alors entre, d'un côté, le souci de rendre plus transparente la manière dont les gérants gèrent les fonds qui leur sont confiés et, d'un

autre côté, l'encouragement implicite à habiller leurs portefeuilles. Certains auteurs rappellent à ce sujet que les performances de fonds spéculatifs opaques ont pu être supérieures à celles des fonds mutuels dans le passé, sous-entendant, par là même, qu'il pourrait être dans l'intérêt des investisseurs d'avoir une connaissance restreinte de la composition des fonds auxquels ils souscrivent (Hu et Villa, 2007).

La communication d'informations biaisées fait supporter des coûts informationnels aux investisseurs, s'agissant à la fois de la composition véritable des fonds et des compétences des gérants. S'il est attesté, le *window dressing* renforce l'asymétrie d'information puisque les investisseurs ne connaissent, entre les phases de *reporting*, ni le type de titres détenus par le fonds, ni la date à laquelle s'effectuent les transactions (Kacperczyk, Sialm et Zheng, 2006). Les comptes rendus révèlent les principales détentions de fonds au moment des *reportings*, mais la divulgation de la composition du portefeuille devient elle-même trompeuse si elle est modifiée au dernier moment par le gérant. Au-delà du non-respect de la politique d'investissement promise aux investisseurs ultimes, le *window dressing* a des incidences sur l'interprétation qu'il convient de donner aux performances affichées vis-à-vis de fonds concurrents sur un même style d'investissement et ayant respecté les objectifs initiaux.

284

Le *window dressing* contribuerait également à dissimuler aux investisseurs les informations concernant les compétences du gérant, singulièrement en tant que *stock-picker*, auquel ils acceptent de payer des commissions sur la base de sa capacité à détecter les meilleurs titres. Les investisseurs confient leurs fonds à ces gérants dont ils ne connaissent pas au final les véritables compétences dès lors que ces derniers dissimulent leurs mauvais choix. La difficile interprétation concernant les compétences réelles des gérants trouve d'ailleurs un écho dans la littérature académique (Daniel et al., 1997). On peut s'interroger sur le sens à donner à une forte rotation des fonds. Cela révèle-t-il une gestion active génératrice de performances pratiquée par un *stock-picker* compétent (Wermers, 2000), ou au contraire un *window dressing* qui conduira à une baisse de la performance lorsque l'on considère la performance diminuée des frais et des coûts de transaction (Carhart, 1997 ; Gruber, 1996 ; Moskowitz, 2000) ?

Car, outre les coûts informationnels, le *window dressing* ferait supporter aux investisseurs différents coûts de transaction et commissions de mouvement pouvant peser sur la rentabilité des fonds (Kacperczyk, Sialm et Zheng, 2006 ; Mahoney, 2004 ; Wermers, 2000). Si les gérants cherchent à se débarrasser des actions ayant supporté des pertes et s'ils rachètent au contraire des actions performantes, ils sont conduits à vendre au plus bas et à acheter au

plus haut, ce qui va à l'encontre de l'intérêt des investisseurs. C'est pourquoi Meier et Schaumburg (2004) concluent : « *The excess trading activity associated with window dressing translates into a dead-weight loss to investors* ». O'Neal (2001) évalue les coûts associés au *window dressing* pour les fonds actions à 1 Md\$ par an aux États-Unis. On retrouve le problème d'agence évoqué plus haut : les transactions sont destinées à maquiller les véritables détentions aux investisseurs, mais ce sont eux qui doivent supporter les coûts des opérations qui ont précisément pour but de les séduire.

La pratique du *window dressing* supposerait que le contrôle des efforts des gérants qu'appelle la relation d'agence ne pourrait être entrepris par les investisseurs, ni entre les phases de transmission de la composition des portefeuilles, ni même au moment où celle-ci est finalement transmise. Il n'est donc pas certain que la délégation de gestion serve les intérêts des investisseurs.

L'impact du window dressing sur le fonctionnement des marchés

La presse financière relaie régulièrement l'idée selon laquelle les mouvements des prix des actions à chaque fin de trimestre, semestre ou année auraient pour origine le *window dressing* réalisé par les gérants. La littérature portant plus particulièrement sur « l'effet janvier » cherche, en premier lieu, à identifier l'existence d'anomalies saisonnières dans les variations de prix d'actifs et à produire, en second lieu, des explications susceptibles d'en être à l'origine, le *window dressing* étant l'une d'entre elles. Lorsque ce dernier est étudié dans la littérature, il l'est souvent moins pour lui-même que dans le cadre d'une analyse plus large de la volatilité saisonnière.

Un certain nombre de travaux empiriques révèlent l'existence d'une volatilité saisonnière en fin et en début d'année sur les marchés boursiers (Keim et Ziemba, 2000 ; Rozeff et Kinney, 1976). Il s'agit d'un phénomène commun à la plupart des Bourses mondiales caractérisé par une tendance à la baisse des cours des actions en fin d'année, suivie d'une progression en début d'année suivante. Cette anomalie saisonnière est observée avec persistance sur une longue période (Lakonishok et Smidt, 1988). Selon Haug et Hirschey (2006), Keim (1983) ou Ritter et Chopra (1989), l'effet janvier concerne plus spécifiquement les petites capitalisations boursières : le rendement des petites valeurs est positif en janvier, y compris lorsque le reste du marché est baissier. De plus, la hausse du rendement des petites valeurs boursières est d'autant plus forte en janvier que leurs *bêta* sont élevés. Pour Ng et Wang (2004), l'effet saisonnier est plus marqué pour les petites capitalisations et, parmi ces dernières, les actions ayant été les moins performantes auparavant enregistrent l'anomalie la plus

marquée en janvier. À l'inverse, l'effet est moins net pour les petites actions performantes. Si la persistance de variations saisonnières entre décembre et janvier est admise, il convient d'expliquer cette anomalie, même s'il s'avère que plusieurs facteurs pourraient en être à l'origine sans que l'un d'entre eux s'impose de manière exclusive (Griffiths et Winters, 2005).

Le terme de volatilité saisonnière recouvre la progression récurrente des cours des actions à certaines périodes, notamment en janvier par rapport aux autres mois de l'année, mais aussi les régularités observées au cours d'une semaine, d'un mois ou d'un trimestre¹². Deux explications concurrentes ont été avancées dans la littérature pour expliquer l'effet janvier : l'hypothèse de *tax-loss selling* et celle de *window dressing*, qui ont en commun de traduire l'idée d'incitation de certains types d'investisseurs à se porter acquéreurs ou vendeurs d'actions à certaines périodes de l'année¹³. Pour simplifier, Ng et Wang (2004) considèrent que la première hypothèse relève plutôt des investisseurs individuels, alors que la seconde reflète davantage l'influence des investisseurs institutionnels.

La *tax-loss selling hypothesis* prétend que les mouvements saisonniers des cours ont pour origine les échanges de titres initiés par les investisseurs pour faire face aux contraintes fiscales (Chen et Singal, 2004 ; Lakonishok et Smidt, 1988 ; Ritter, 1988 ; Starks, Yong et Zheng, 2006)¹⁴. Juste avant la fin de l'année fiscale, les investisseurs vendent les actions entraînant des moins-values afin de réduire les taxes nettes issues de leurs gains en capital. Ils transforment ainsi la perte sur leurs investissements en avantage fiscal. Ces ventes de titres poussent les cours à la baisse en décembre. Les investisseurs se débarrassent de préférence des actions ayant réalisé les pertes les plus lourdes pendant l'année, tout particulièrement les petites capitalisations boursières qui sont généralement les plus risquées. Après la fin de l'année fiscale, ils se reportent acquéreurs des actions qu'ils avaient préalablement vendues. Ces achats permettent de comprendre le rebond de leurs cours en début d'année et seraient à l'origine de l'anomalie saisonnière observée en janvier, spécialement pour les petites actions.

Ritter (1988) et Sias et Starks (1997) attribuent essentiellement l'effet janvier à l'activité boursière de fin d'année des investisseurs individuels, l'influence des investisseurs institutionnels s'en trouvant limitée¹⁵. Les investisseurs individuels vendent des actions à performance médiocre en fin d'année comme le font les institutionnels pratiquant le *window dressing*. Cependant, leur motivation n'est pas de faire apparaître un portefeuille séduisant aux yeux d'autres investisseurs, mais d'échapper à une taxation trop forte de leurs plus-values à la fin de l'année précédente. L'hypothèse de *tax-loss selling*

affecterait essentiellement les plus petites capitalisations. Si l'on raisonne en termes de taux de détention, les actions de petite taille sont majoritairement détenues par les investisseurs individuels, tandis que les taux de détention des investisseurs institutionnels augmentent avec la taille de capitalisation des actions (Ng et Wang, 2004, pour les actifs américains). Le fait que les petites capitalisations soient, par nature, celles dont le prix est le plus volatil renforce l'idée qu'elles seront les plus porteuses de moins-values fiscales, et donc les plus susceptibles de subir une baisse de leurs cours en décembre, puis un rebond lors des rachats en janvier.

Haug et Hirschey (2006) estiment que relier l'effet janvier aux seules problématiques fiscales serait une erreur. La plupart des pays subissent un effet janvier, alors même qu'ils ne disposent pas du même régime fiscal. L'effet janvier est observé en Australie, alors que l'année fiscale s'achève en juin : la *tax-loss selling hypothesis* ne peut donc en être l'explication (Brown et al., 1983). Kato et Schallheim (1985) constatent aussi l'existence d'un effet janvier en l'absence de taxation sur les plus ou moins-values en capital au Japon. Une étude confirme également la persistance d'un effet janvier avant et après l'adoption d'une régulation fiscale en 1973 pour le Canada (Berges, McConnel et Schlarbaum, 1984).

Le recours au *window dressing* pratiqué par les investisseurs institutionnels est l'autre hypothèse invoquée pour expliquer l'effet janvier sur les marchés d'actions (Haugen et Lakonishok, 1987 ; Lakonishok et al., 1991 ; Lakonishok et Smidt, 1988 ; Ng et Wang, 2004 ; Ritter et Chopra, 1989). Cette littérature n'essaie pas d'expliquer la pratique institutionnelle du *window dressing* en tant que telle, mais plutôt son rôle dans l'effet janvier. Implicitement, cette littérature suppose que le compte rendu qui fera le plus l'objet d'attention, et donc d'habillage, est le *reporting* annuel remis en fin d'année.

Sias (2007) établit un lien entre la saisonnalité des rendements de certaines actions et le type d'investisseurs, qui est à l'origine des échanges de titres en fin de trimestre, mais surtout en fin d'année. La variation saisonnière des cours des actions caractérisées par un niveau élevé de *trading* institutionnel est plus importante que celle des actions à faible *trading* institutionnel. Dans cette perspective, la saisonnalité des cours des actions serait largement dépendante de l'activité des investisseurs institutionnels recourant au *window dressing*. Haugen et Lakonishok (1987) expliquent les mouvements observés en fin et au début d'année par un changement de la demande de type d'actifs des investisseurs institutionnels. Les gérants intègrent dans leurs portefeuilles des actions connues et peu risquées (voire des liquidités) avant la parution des *reportings* de fin d'année, puis les revendent pour

investir dans de petites actions moins connues des investisseurs ou plus risquées en début d'année suivante. Pour Ritter et Chopra (1989), le caractère marquant est précisément celui des rendements élevés des actions risquées et de petite taille en janvier, qu'ils expliquent par les recompositions systématiques des portefeuilles des investisseurs institutionnels à la fin de l'année (dans le même temps, pour des questions liées aux taxes, les achats d'actions des investisseurs individuels en janvier contribueraient également à la progression des cours). Le lien entre contribution du *window dressing* et volatilité de fin d'année est en ce sens d'autant plus clair que l'on peut mettre en évidence que les titres les plus risqués sont sortis avec intensité des portefeuilles des fonds en fin d'année, puis sont éventuellement rachetés en début d'année, et que ce sont aussi les titres dont les prix subissent les variations les plus extrêmes à cette période, à la baisse, puis à la hausse.

Haug et Hirschey (2006) attribuent au *window dressing* un pouvoir explicatif limité de l'effet janvier, supposant que les détentions des investisseurs institutionnels se cantonnent aux seules grandes capitalisations. Supposer que l'effet janvier relève des petites capitalisations revient à en déduire que ce sont plutôt les investisseurs individuels qui en sont à l'origine. Sias et Starks (1997) avancent d'ailleurs que si l'influence du *window dressing* devait être plus forte que l'hypothèse fiscale, alors les effets saisonniers devraient être plus marqués pour les grandes capitalisations. Comme ce n'est pas ce que l'on observe, alors cela doit conduire à minimiser l'influence du *window dressing* sur l'effet janvier.

À l'inverse, pour Ng et Wang (2004), le rôle des négociations de titres en fin d'année par des investisseurs institutionnels ne doit pas être minimisé, sous prétexte que l'effet janvier concerne essentiellement les petites capitalisations. Certes, elles font l'objet de négociations initiées par les investisseurs individuels pour des raisons fiscales et contribuent de ce fait significativement à l'effet janvier. Néanmoins, une partie de l'effet janvier relatif aux petites capitalisations a bien pour origine les négociations institutionnelles suite à des pratiques de *window dressing*. Ng et Wang estiment que les transactions institutionnelles exercent une influence sur l'évolution des cours, et ce, parallèlement à celles des investisseurs individuels, par la vente de petites actions perdantes en fin d'année et les achats de ces actions gagnantes en début d'année.

La difficulté à établir l'influence du *window dressing* tient au fait que plusieurs explications peuvent être acceptées simultanément pour expliquer des échanges de titres en fin d'année¹⁶. Dans le cas des ventes d'actions médiocres, on voit que cela peut traduire aussi bien le désir

de diminuer l'exposition fiscale d'investisseurs individuels, que celui de recouvrir un phénomène institutionnel d'habillage des fonds. En d'autres termes, il est difficile de se représenter l'impact du *window dressing* sur la volatilité saisonnière des marchés d'actions si la capacité à évaluer le *window dressing* est elle-même discutable. Cette prise de conscience s'est traduite par des recherches s'efforçant de démêler l'influence respective de chacun des arguments.

Chen et Singal (2004) cherchent à dissocier l'influence du *window dressing* de l'hypothèse fiscale en étudiant la volatilité spécifique sur les marchés d'actions en juin, date de *reporting* semestriel des investisseurs institutionnels aux États-Unis, afin d'isoler l'influence des facteurs fiscaux de fin d'année. Cela revient à considérer que l'étude de fin d'année est brouillée par l'influence conjointe des échanges de titres motivés à la fois par l'hypothèse de diminution de l'imposition et par les recompositions de portefeuille institutionnel. Considérant que le comportement des cours et le taux de rotation des portefeuilles ne s'écartent pas en juin par rapport à la moyenne du reste de l'année, Chen et Singal sont conduits à rejeter un éventuel recours des investisseurs institutionnels au *window dressing*, puisqu'il n'y aurait aucune logique à considérer que ces pratiques ne devraient commencer qu'après ce *reporting*.

Sias (2006) maintient néanmoins que la volatilité saisonnière des rendements résulte sans doute de l'influence conjointe des comportements liés à la *tax-loss hypothesis* et au *window dressing*. Si les deux hypothèses permettent d'expliquer la saisonnalité des cours en fin d'année, Sias estime que l'effet issu des recompositions des fonds à des fins d'habillage pourrait contribuer de façon croissante à la volatilité saisonnière, en raison de la progression remarquable des encours gérés par les investisseurs institutionnels : « *Return momentum will become more seasonal over time because institutional investors' role in the market has grown over time* ». Cette volatilité - particulièrement sensible pour les actions fortement présentes dans les portefeuilles institutionnels - ne serait d'ailleurs plus à envisager uniquement en fin d'année, mais à la fin des mois ou des trimestres si la fréquence des *reportings* venait à augmenter.

Les recherches visant à démontrer ou à rejeter la pratique du *window dressing* s'efforcent de mieux spécifier les comportements des gérants en matière de détention et de rotation des portefeuilles à l'approche des dates de clôture. Les enjeux de ces recherches sont importants, car ils donnent des indications sur la manière dont les gérants mettent en œuvre la délégation de gestion des fonds apportés par les investisseurs. Les recherches empiriques ont été essentiellement faites sur des données américaines. Nous proposons de réaliser ultérieurement

le même type de travail sur des données françaises. L'importance prise par la gestion déléguée incite à vouloir comprendre les pratiques des investisseurs institutionnels, compte tenu de l'influence que cela pourrait avoir sur les évolutions saisonnières des prix d'actifs.

NOTES

1. Une littérature importante s'intéresse aux prises de risques excessives que les fonds de placement prendraient dans le cadre de la compétition qu'ils mènent pour attirer les investisseurs (Brown, Harlow et Starks, 1996 ; Chevalier et Ellison, 1997). On évoque par ailleurs des phénomènes de mimétisme qui seraient pratiqués par les gérants de fonds dans l'objectif de maintenir leur réputation (Scharfstein et Stein, 1990 ; Wermers, 1999 ; Wylie, 2005).

2. Selon les journaux financiers, les actions (gagnantes) que l'on retrouve à la fin du troisième trimestre 2007 dans les plus fortes détentions sont : CSCO Systems, Apple, Amazon, Google et Exxon Mobil.

3. Leurs observations s'appuient sur l'analyse de 4 025 fonds mutuels américains.

4. On peut se reporter aux articles de He, Ng et Wang (2004), Meier et Schaumburg (2004), Morey et O'Neal (2006), Musto (1997 et 1999) et O'Neal (2001).

5. L'échantillon est composé de 769 fonds de pension aux États-Unis à la fin de l'année 1989.

6. L'échantillon concerne 195 fonds étudiés entre octobre 1995 et mars 2000.

7. He, Ng et Wang (2004) considèrent les détentions de fonds actions entre janvier 1986 et décembre 1998 à chaque trimestre. Il s'agit de fonds gérant plus de 100 M\$ en actions et répondant, à ce titre, à l'obligation de déclarer leurs détentions à la Securities and Exchange Commission (SEC), conformément à la réglementation du Securities Exchange Act de 1934, section 13 (f). Les déclarations s'effectuaient trimestriellement jusqu'en 1985, puis semestriellement jusqu'en 2004. Depuis lors, la composition des portefeuilles est redevenue trimestrielle. La demande de la SEC concerne tous les investisseurs institutionnels, qu'il s'agisse de banques, de compagnies d'assurance, de fonds mutuels ou de conseillers en gestion de patrimoine.

8. Cette forme de *window dressing* (consistant à vendre des *commercial papers* risqués avant la date de *reporting* et à les remplacer par des *Treasury bills*) est également étudiée par Griffiths et Winters (2005). Ces derniers contestent les résultats de Musto (1997 et 1999) et remettent plus largement en cause l'adoption de l'hypothèse de *window dressing* comme explication des anomalies saisonnières pour ce qui concerne les instruments courts du marché monétaire.

9. Ces demandes ont d'ailleurs été relayées par diverses associations d'investisseurs. Certaines exigeaient d'accroître la fréquence - semestrielle - de diffusion des titres détenus par les fonds, afin d'être en mesure de repérer d'éventuelles « manipulations » ou changements de politique d'investissement des gérants incompatibles avec leurs intérêts. Fund Democracy, Financial Planning Association, Consumer Federation of America, Consumers Union et Financial Planning Association, entre autres, ont signé des pétitions en ce sens au début des années 2000 (Bullard, 2000). Ces associations d'investisseurs souhaitent, par exemple, obtenir une diffusion fréquente des compositions de fonds (notamment des titres les plus importants en portefeuille, les coûts supportés...) - tous les mois pour certaines et après un délai de soixante jours - selon des formats de détention téléchargeables sur les sites Internet des gérants.

10. Certains fonds complètent ces comptes rendus par des *reportings* électroniques diffusés selon une fréquence mensuelle sans y être réglementairement obligés. Cette démarche de diffusion volontaire est justifiée par l'idée que les souscripteurs - rassurés par cette transparence - apporteront plus volontiers leurs actifs. Cela confirme aussi l'idée que les gérants estiment que la composition des détentions est une information que les investisseurs observent attentivement.

11. L'accès à la composition du fonds ne devient disponible pour les investisseurs ultimes que s'ils payent l'information à des fournisseurs tels Morningstar. Cici, Gibson et Moussawi (2006) rappellent les étapes ayant conduit à augmenter les exigences de transmission d'informations aux investisseurs.

12. Les régularités saisonnières ont été également étudiées sur d'autres marchés que ceux des actions : certains travaux ont cherché à en mesurer, par exemple, la manifestation sur les titres du marché monétaire.

13. Outre la piste d'erreurs de mesures simples concernant la rentabilité des petites entreprises, d'autres explications ont été également avancées, reposant, par exemple, sur l'idée selon laquelle les actions les plus petites seraient simplement plus risquées que les autres. La progression des cours en janvier pourrait aussi s'expliquer par la diffusion de nouvelles informations concernant les firmes dans les premiers jours de janvier, notamment les plus petites pour lesquelles les investisseurs sont les plus mal informés (*information release hypothesis*). D'autres incitations pourraient également contribuer à élever les cours des actions en janvier : par exemple, les investisseurs individuels reçoivent des bonus de rémunération en fin d'année qu'ils réinvestissent en début d'année suivante dans des sociétés... L'ensemble des hypothèses visant à expliquer l'effet janvier est recensé par Anderson, Gerlach et DiTraglia (2005).

14. On peut également consulter un article récent concernant la validité empirique de l'hypothèse fiscale : Dai (2007) montre que les problématiques fiscales influencent l'évolution des cours des actions norvégiennes sur la période 1984-1999 et contribuent à l'effet janvier. Les changements de la législation fiscale norvégienne modifient les comportements des investisseurs individuels sur la période et exercent un effet sur la volatilité saisonnière des actions.

15. Haug et Hirschev (2006) délimitent principalement l'argument fiscal pour expliquer l'effet fin d'année aux investisseurs individuels, conformément à Ritter (1988). L'exclusion partielle des investisseurs institutionnels expliquant l'effet janvier par les négociations répondant aux problématiques fiscales est en effet datée et concerne les fonds mutuels. Depuis la réforme de 1986 (Tax Reform Act) s'appliquant aux fonds mutuels, la fin de l'année fiscale intervient à la fin du mois d'octobre, alors que les *reportings* ont lieu en fin d'année. Les fonds mutuels n'ont donc plus de raison de réaliser des transactions en fin d'année pour ce motif. Cela signifie que les seules problématiques fiscales s'appliquant aux fonds mutuels ne suffisent pas à expliquer les comportements anormaux des rendements en fin et au début d'année civile : la réforme a déconnecté la fin d'année fiscale de la fin d'année civile, sans nécessairement supprimer la volatilité saisonnière observée en décembre. Les ventes d'actions à moins-values fiscales initiées par les fonds mutuels ne peuvent donc plus être invoquées pour expliquer l'effet janvier. Ainsi, si les problématiques fiscales conservent un pouvoir explicatif selon Haug et Hirschev (2006), elles relèvent davantage des investisseurs individuels ou de certains autres investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance (Sias, 2006). Et si des ventes d'actions sous-performantes sont réalisées par des investisseurs institutionnels en fin d'année et après la réforme de 1986, cela s'explique par le *window dressing*.

16. L'étude de Musto (1997) pour les instruments du marché monétaire apparaît plus simple de ce point de vue. L'effet fin d'année qui est mis en évidence est relié uniquement aux recompositions de portefeuille. L'hypothèse fiscale est écartée, puisque ces instruments ne génèrent pas d'impôts sur les gains en capital.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDERSON L. R., GERLACH J. R. et DiTRAGLIA F. J. (2005), « Yes, Wall Street, There Is a January Effect ! Evidence from Laboratory Auctions », College of William and Mary, Department of Economics, *Working Paper*, n° 15, mars.
- BERGES A., MCCONNELL J. J. et SCHLARBAUM G. G. (1984), « The Turn-of-the-Year in Canada », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 1, mars, pp. 185-192.
- BROWN K., HARLOW W. et STARKS L. (1996), « Of Tournaments and Temptations : an Analysis of Managerial Incentives in Mutual Fund Industry », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, pp. 85-110.

- BROWN P. D. et al. (1983), « Stock Return Seasonalities and the Tax-loss Selling Hypothesis », *Journal of Financial Economics*, vol. 12, pp. 89-104.
- BROWN S. J. et GOETZMANN W. N. (1997), « Mutual Fund Styles », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, pp. 373-399.
- BULLARD M. (2000), « Shinning the Sun on Mutual Funds Portfolios », *Journal of Financial Planning*, octobre.
- CARHART M. (1997), « On Persistence in Mutual Funds Performance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, pp. 57-81.
- CARHART M. et al. (2002), « Leaning for the Tape : Evidence of Gaming Behavior in Equity Mutual Funds », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 661-693.
- CHEN H. et SINGAL V. (2001), « January Effect - A Re-Examination », Virginia Polytechnic Institute and State University, Pamplin College of Business, *Working Paper*, décembre.
- CHEN H. et SINGAL V. (2004), « All Things Considered, Taxes Drive the January Effect », *Journal of Financial Research*, vol. 27, n° 4, décembre, pp. 605-609.
- CHEVALIER J. et ELLISON G. (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 105, n° 6, pp. 1167-1200.
- CICI G., GIBSON S. et MOUSSAWI R. (2006), « For Better or Worse ? Mutual Funds in Side-by-Side Management Relationship with Hedge Funds », College William and Mary, *Working Paper*.
- DAI Q. (2007), « Tax-Loss Selling and the Turn-of-the-Year Effect : New Evidence from Norway », *Working Paper*, juillet.
- DANIEL K. et al. (1997), « Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1035-1058.
- ELTON E. J. et al. (2007), « The Effect of the Frequency of Holding Data on Conclusions about Mutual Fund Management Behavior », New York University, *Working Paper*, mars.
- FARINELLA J. A. et KOCH T. W. (2000), « Seasonal Patterns in Money Market Mutual Funds », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 14, n° 3, mai, pp. 261-276.
- GALLAGHER D. R. et PINNUCK M. (2003), « Seasonality in Fund Performance : an Examination of the Portfolio Holdings and Trades of Investment Managers », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, n° 7-8, pp. 1240-1266.
- GRIFFITHS M. D. et WINTERS D. B. (2005), « The Turn of the Year in Money Markets : Tests of the Risk-Shifting Window Dressing and Preferred Habitat Hypotheses », *Journal of Business*, vol. 78, n° 4.
- GRUBER M. (1996), « Another Puzzle : the Growth in Actively Managed Mutual funds », *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 783-810.
- GUIMOND J.-F. (2006), « Do Mutual Fund Managers Have Superior Skills ? An Analysis of the Portfolio Deviations from a Benchmark », *Working Paper*, juillet.
- HAUG M. et HIRSCHHEY M. (2006), « The January Effect », *Financial Analysts Journal*, vol. 62, n° 5, septembre-octobre, pp. 78-88.
- HAUGEN R. A. et LAKONISHOK J. (1987), *The Incredible January Effect : the Stock Market's Unsolved Mystery*, Homewood (IL) : Dow Jones-Irving.
- HE J., NG L. et WANG Q. (2004), « Quaterly Trading Patterns of Financial Institutions », *Journal of Business*, vol. 77, pp. 493-509.
- HU G. et VILLA J. (2007), « Window Dressing by Institutional Investors », Babson College, Babson Insight, mars. Disponible sur le site : <http://www.babsoninsight.com/contentmgr/showdetails.php/id/891>.
- HUDDART S. et NARAYANAN V. G. (2002), « An Empirical Examination of Tax Factors and Mutual Funds' Stock Sales Decisions », *Review of Accounting*, vol. 7, pp. 319-341.
- KACPERCZYK M., SIALM C. et ZHENG L. (2006), « Unobserved Actions of Mutual Funds », *Review of Financial Studies*, octobre.
- KATO K. et SCHALLHEIM J. (1985), « Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stock Market », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, pp. 243-260.
- KEIM D. B. (1983), « Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality : further Empirical Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 12, pp. 13-32.

- KEIM D. B. et ZIEMBA W. T. (2000), « Security Market Imperfections : an Overview », in *Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets*, Keim D. B et Ziemba W. T. (éd.), Cambridge University Press.
- LAKONISHOK J. et al. (1991), « Window Dressing by Pension Fund Managers », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 81, n° 2, mai, pp. 227-231.
- LAKONISHOK J. et SMIDT S. (1988), « Are Seasonal Anomalies Real ? A Ninety-Year Perspective », *Review of Financial Studies*, vol. 1, n° 4, pp. 403-425.
- MAHONEY P. G. (2004), « Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 2, pp. 161-182.
- MEIER I. et SCHAUMBURG E. (2004), « Do Funds Window Dress ? Evidence for US Domestic Equity Mutual Funds », Kellogg School of Management, *Working Paper*.
- MOREY M. R. et O'NEAL E. S. (2006), « Window Dressing in Bond Mutual Funds », *Journal of Financial Research*, vol. 30, n° 3, pp. 325-348.
- MOSKOWITZ T. J. (2000), « Mutual Fund Performance : an Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs and Expenses : Discussion », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, pp. 1695-1703.
- MUSTO D. K. (1997), « Portfolio Disclosures and Year-End Price Shifts », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, septembre, pp. 1563-1588.
- MUSTO D. K. (1999), « Investment Decisions Depend on Portfolio Disclosures », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 3, juin, pp. 935-952.
- MYERS M. et al. (2001), « Copycat Funds : Information Disclosure Regulation and the Returns to Active Management in the Mutual Fund Industry », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 8653, décembre.
- NG L. et WANG Q. (2004), « Institutional Trading and the Turn-of-the-Year Effect », *Journal of Financial Economics*, vol. 74, novembre, pp. 343-366.
- O'NEAL E. S. (2001), « Window Dressing and Equity Mutual Funds », Babcock Graduate School of Management, *Working Paper*, juin.
- RITTER J. R. (1988), « The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, pp. 701-717.
- RITTER J. R. et CHOPRA N. (1989), « Portfolio Rebalancing and the Turn of the Year Effect », *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 149-166.
- ROZEFF M. et KINNEY W. (1976), « Capital Market Seasonality : the Case of Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 379-402.
- SCHARFSTEIN D. et STEIN J. (1990), « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, vol. 80, pp. 465-479.
- SIAS R. (2006), « Window-Dressing, Tax-Loss Selling and Momentum Profit Seasonality », Washington State University, *Working Paper*, juin.
- SIAS R. (2007), « Causes and Seasonality of Momentum Profits », *Financial Analysts Journal*, vol. 63, n° 2.
- SIAS R. et STARKS L. T. (1997), « Institutions and Individuals at the Turn-of-the-Year », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, septembre.
- STARKS L. T., YONG L. et ZHENG L. (2006), « Tax-Loss Selling and the January Effect : Evidence from Municipal Bond Closed-End Funds », *Journal of Finance*, vol. 61, n° 6, décembre.
- WERMERS R. (1999), « Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 581-622.
- WERMERS R. (2000), « Mutual Fund Performance : an Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs and Expenses », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4.
- WYLIE S. (2005), « Fund Manager Herding : a Test of the Accuracy of Empirical Results Using UK Data », *Journal of Business*, vol. 78, n° 1, pp. 381-403.
- XIAO X., CHENG P. et CHEN J. (2005), « Window Dressing of Chinese Securities Investment Funds », European Financial Management Association, rencontres annuelles (29 juin-2 juillet, Milan, Italie), *Working Paper*.

