



UNIVERSITÉ DU QUÉBEC EN OUTAOUAIS

LES DÉCISIONS DE SORTIES DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT IPOs

MÉMOIRE DE MAÎTRISE

PRÉSENTÉ COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ÉCONOMIE FINANCIÈRE (PROGRAMME 1742)

PRÉSENTÉ À

MANEL KAMMOUN, PhD.

PAR

OUEDRAOGO P. PULCHERIE

Décembre 2021

Résumé

Cette étude s'intéresse à la décision de sortie des fonds mutuels IPOs. Nous utilisons un échantillon de 232 fonds mutuels IPOs comprenant 129 évènements de sorties sur la période de 1984 à 2018. Ainsi, nous cherchons à identifier les déterminants et les effets de sorties des fonds mutuels IPOs.

Les résultats empiriques rapportent que le moteur de la décision de sortie des fonds IPOs est la recherche d'optimisation de la performance. Alors, l'âge, la taille et la performance des fonds influencent sur la décision de sortie. En effet, nos résultats indiquent une augmentation de la taille des fonds acquéreurs après la fusion et présente également un effet positif sur le rendement. En revanche, les petits fonds subissent le plus souvent des décisions de sorties tout comme les jeunes fonds à cause de leurs mauvaises performances. Aussi, les résultats affichent une amélioration de la performance des fonds après la fusion. Pour les familles de fonds, nos résultats indiquent que les acquisitions à l'intérieur d'une même famille résultent d'une meilleure performance pour les deux contreparties de l'acquisition, comparativement aux acquisitions entre deux familles différentes de fonds. Pour terminer, nous comparons les fonds conventionnels avec les fonds IPOs, et découvre que les fonds IPOs performant mieux et connaissent très souvent des décisions de sorties que les fonds non IPOs.

Nous concluons donc que les fonds mutuels partagent les mêmes déterminants de sorties. Aussi, ces sorties profitent aux deux contreparties de la transaction et surtout aux familles de fonds plus grandes, car les fusions ont un effet positif sur le rendement et la performance des fonds.

Mots clés : fonds mutuels, décisions de sorties, choix de sorties des fonds, introductions en bourse.

Remerciements

Ce mémoire est l'aboutissement de plusieurs années de travail. Je voudrais remercier l'ensemble des personnes ayant contribué à le rendre possible.

Mes premiers remerciements vont à l'égard de tous ces professeurs formidables que j'ai rencontrés durant mon parcours scolaire, en particulier ma directrice de recherche, la Professeure MANEL KAMMOUN. Merci infiniment de m'avoir accordé votre temps, puis de m'avoir fait confiance et me guider durant ma recherche.

Je remercie également mon directeur de programme, Monsieur TANDJA CHARLI, pour la considération et son écoute. Merci à tout le personnel du département des sciences administratives de l'Université du Québec en Outaouais (UQO) ainsi qu'aux membres de jury, qui acceptent évaluer ce travail.

Finalement, je suis reconnaissante pour la chance que j'ai d'avoir une famille qui me soutient, qui croit en moi, et qui me motive. Je n'en serais pas arrivé là, précisément sans votre aide, merci infiniment. Vous êtes ma force !

Table des matières

Résumé	1
Remerciements	2
Liste des figures	5
Liste des tableaux	6
Liste des abréviations	7
1 Introduction	8
1.1 Justification de la recherche.....	10
1.2 Objectif et contribution	13
2 L’industrie des fonds mutuels et les fonds IPOs	14
2.1 La croissance de l’industrie des fonds mutuels.....	14
2.2 L’émergence des fonds IPOs	17
2.3 Les choix de sortie dans l’industrie des fonds mutuels.....	19
3 Revue de littérature	26
3.1 La performance des fonds mutuels	26
3.1.1 Les mesures de performance dans l’industrie des fonds mutuels.....	28
3.1.2 La performance des fonds mutuels IPOs	29
3.2 Les décisions de sorties dans l’industrie des fonds mutuels.....	32
3.2.1 Les déterminants de la décision de sortie dans l’industrie des fonds mutuels.....	34
3.2.2 L’impact de la décision de sortie sur la performance des fonds mutuels	38
3.2.3 Comparaison entre la performance des fonds mutuels conventionnels et la performance des fonds mutuels IPOs.	39
4 Question de recherche et hypothèses	42
5 Données et méthodologie	46
5.1 Données.....	46
5.2 Méthodologie	51
6 Résultats empiriques	55
6.1 La performance des deux contreparties de la fusion.....	55
6.2 Étude des caractéristiques des deux contreparties de la fusion.....	58
6.3 Les déterminants de la décision de liquidation	60
6.4 Les déterminants de la décision de la fusion	61
7 Test de robustesse	63

8	Conclusion	66
9	Références	68

Liste des figures

Figure 1 : pourcentage des actifs total net aux États-Unis, fin 2020. 16

Figure 2 : Nombre de fonds communs de placement entrant et sortant dans l'industrie des fonds mutuels, aux États-Unis.20

Liste des tableaux

Tableau 1. Nombre de sorties des fonds par secteur d'activité de l'an 2000 à fin 2020 aux États-Unis.	22
Tableau 2. Actif net total de fonds par secteur d'activités de l'année 2000 à fin 2020 en billions de dollars US aux États-Unis.	23
Tableau 3. Nombre de liquidations de fonds par type de société de fonds mutuel de 2000 à fin 2020 aux États-Unis.	24
Tableau 4. Actif net total des fonds fermés par type de sociétés de fonds mutuels de 2000 à fin 2020 en billion de dollars aux États-Unis.	25
Tableau 5. Statistiques des caractéristiques moyennes des fonds IPOs et conventionnels.	50
Tableau 6. Statistiques sommaires des fonds IPOs et conventionnels — rendements de quatre facteurs.	53
Tableau 7. Statistiques sommaires des fonds IPOs et conventionnels — rendements de trois facteurs.	54
Tableau 8. Différences des performances entre les fonds cibles et les fonds acquéreurs. .	57
Tableau 9. Caractéristiques des fonds cibles et acquéreurs autour des fusions des fonds mutuels IPOs et conventionnels.	59
Tableau 10. Performance des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de liquidation.	61
Tableau 11. Différences de performances entre fonds cibles et fonds acquéreurs des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de fusion.	64
Tableau 12. Performance des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de liquidation.	65

Liste des abréviations

IPO	-	Initial Public Offering
FNB	-	Fonds Négocié en Bourse
FCP	-	Fonds Commun de Placement
ESG	-	Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance
ETF	-	Offering Exchange Traded Fund EQ – Equity Funds
OPC	-	Organisme de Placement Collectif
OPCVM	-	Organisme de Placement collectif en Valeurs Mobilières
MÉDAF	-	Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers
CAPM	-	Capital Asset Pricing Model
MCO	-	Moindres Carrées Ordinaires
TNA	-	Total Net des Actifs
HML	-	High Minus Low
SMB	-	Small Minus Big
MOM	-	Momentum
RM	-	Rendement du Marché
CRSP	-	Center for Research in Security Prices

1 Introduction

Le fonds commun de placement¹ est un organisme de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM)², défini comme étant un portefeuille diversifié de plusieurs titres financiers. Il regroupe l'épargne des multiples investisseurs et est géré par un gestionnaire de placement professionnel pour leur compte. Ainsi, chaque fonds a une finalité précise. De ce fait, le gestionnaire de fonds ce doit être en mesure de déterminer ces finalités, afin de connaître son mode de gestion et le style de placement auquel il a droit. En d'autres termes, il s'agit d'une copropriété de placements, dans laquelle chaque investisseur possède un certain nombre de parts (Lückoff, 2011).

Les fonds communs de placement sont diversifiés (les fonds monétaires, fonds équilibrés, fonds d'obligations, fonds socialement responsables, fonds indiciels, fonds d'actions, etc.) et disponibles sur le marché financier à travers plusieurs canaux de distribution (la bourse, les plateformes de placement, les institutions financières, etc.).

Dans le cadre de cette recherche, nous sommes intéressés aux fonds d'actions, principalement les fonds qui investissent dans les introductions en bourse (IPOs)³. En effet, les fonds d'actions occupent une place très importante dans l'industrie des fonds mutuels mondiaux. Ainsi, Ritter et Welch (2002) considèrent le fonds mutuel IPO comme un fonds qui investit dans des titres nouvellement introduits en bourse. Toutefois, cette décision n'est pas une obligation, mais un choix que l'investisseur décide de faire en raison de ses objectifs.

La littérature présente plusieurs raisons qui motivent les entreprises à s'introduire en bourse. Szpiro (1996) souligne que la bourse est l'endroit parfait pour une entreprise à la recherche de notoriété et de crédibilité et représente le lieu idéal pour susciter de

¹Les fonds communs de placement (FCP) sont souvent appelés fonds mutuels. Dans l'expression anglaise « mutual funds ».

²OPCVM, représente des organismes de placement collectif en valeur mobilière, qui désignent des fonds d'investissement spécialisés dans le placement des actions ou des obligations.

³Les IPOs dans l'expression anglaise « Initial Public Offering ». Qui signifie, introduction en Bourse, encore appelé, entrée en Bourse ou offre publique initiale, ou encore introduction sur le marché Boursier ou cotation du capital d'entreprise sur le marché Boursier.

l'intérêt envers les investisseurs. Aussi, Ljungqvist, Nanda et Singh (2003) soulignent qu'une bonne image est très importante dans cette industrie, et peut être rétablie à travers une introduction en bourse.

En outre, la décision de sortie de fonds est bien documentée dans la littérature. En effet, ces sorties se caractérisent en termes de fusions, acquisitions ou liquidations. Par ailleurs, Jayaraman et al. (2002) expliquent que les fusions servent de moyen de correction d'une offre excédentaire, causée par une forte croissance dans l'industrie des fonds mutuels. Pour Zhao (2005) et Khorana et al. (2007), les décisions de sorties profitent aux fonds présentant de mauvaises performances financières. De plus, les sorties sont plus fréquentes dans les familles de fonds plus nombreuses. Dans ce contexte, Kolokolova (2011) souligne que les sorties de fonds notamment les fusions entre mêmes familles de fonds permettent un meilleur contrôle et servent de stratégies pour attirer davantage de ressources. Quant à Park (2013), il découvre que les fusions participent non seulement à renforcer la performance, mais aussi à faciliter la gestion de la plateforme des fonds mutuels. Dans cette même optique, Muñoz (2019) ajoute que les sorties de fonds constituent pour eux, un effet de levier de croissance rapide dans l'industrie des fonds communs de placement. De même, Joliet et Titova (2018) montrent que l'union de deux ou plusieurs fonds participe à donner de la valeur aux fonds, et bénéficie aux participants (fonds acquéreurs et les fonds cibles). En ce qui concerne Zalewska et Zhang (2020), les sorties de fonds renforcent la gestion des placements et assurent en efficacité dans la recherche de ressources. Aussi, Alda et al. (2020) montrent que les sorties de fonds favorisent surtout les petits fonds qui connaissent d'importantes sorties nettes d'argent.

Ces dernières années, les institutions financières sont pour les sociétés de fonds de placement, une importante source de financement. Toutefois, Ritter et Welch (2002) affirment qu'aujourd'hui les marchés financiers offrent plusieurs sources de financement aux gestionnaires de fonds. Cependant, ils peuvent investir principalement dans les offres publiques initiales. Mais cette décision n'est pas sans conséquence comme le montre Houemavo (2015). Elle se doit donc d'être mûrement réfléchi ; car cette opération implique pour l'entité émettrice, une capacité de mettre en place une

réforme afin de se protéger contre les éventuelles modifications de son statut, et être en totale transparence selon les exigences du marché et des investisseurs. De plus, si les gestionnaires encourent un grand risque en investissant les fonds dans les IPOs, plusieurs réussissent à se faire une place et tirer des avantages. Dans cette optique, l'intérêt de cette recherche est d'étudier les opportunités et les enjeux que le marché financier offre à ces gestionnaires de fonds.

1.1 Justification de la recherche

Au cours des dernières décennies, l'industrie des fonds mutuels connaît une croissance remarquable partout dans le monde. Cela suscite un grand intérêt dans le milieu financier et académique. Toutefois, dans le classement des pays qui connaît le plus grand succès de fonds mutuels au monde, les États-Unis demeurent en première place. En effet, ils possèdent les plus grands marchés de fonds mutuels avec 268 OPCVM ouverts en 2020⁴ (voir figure 2 plus bas). La majorité de ces fonds représente des fonds d'actions, principalement des actions cotées en bourse.

Alors, cette croissance offre un grand avantage aux investisseurs, avec un large choix d'opportunités des placements (Dittmar, 2008). En effet, compte tenu de l'évolution économique et financière, les tailles des fonds mutuels deviennent gigantesques devenant pratiquement une nécessité pour les gestionnaires des fonds d'élaborer des stratégies, afin de se faire une place dans ce milieu très compétitif. Partant de ce fait, certains gestionnaires font recours à des croissances internes et externes en prenant des décisions de sorties ; en occurrence des décisions de sorties dans les fonds mutuels.

Plusieurs études sont réalisées sur les décisions de sorties de fonds mutuels. Jayaraman et al. (2002) mènent des analyses sur les déterminants des fusions des fonds mutuels, et constatent que la taille les fonds acquéreurs et cibles diminuent après la fusion. Aussi, Khorana et al. (2007) étudient les décisions de sortie des fonds mutuels et expliquent que les fonds affichant des flux nets inférieurs et de mauvais résultats

⁴Investment Compagny Fact Book 2021, 60ieme edition, pg. 66.

financiers subissent une forte probabilité de liquidations et de fusions. Park (2013) analyse les résultats des fusions dans le secteur des fonds mutuels, et souligne que les liquidations des fonds dépendent de plusieurs facteurs comme le risque, les incitations managériales de la performance des fonds et les actifs sous gestion. Namvar et Phillips (2013) analysent les déterminants de la performance dans les fusions des fonds mutuels, et expliquent qu'une mauvaise performance antérieure est l'une des raisons qui expliquent les fusions intrafamiliales. Nain et Yao (2013) ajoutent qu'une fusion réussie est attribuée à la capacité du gestionnaire de fonds à sélectionner de meilleurs titres. De plus, Karoui et Kooli (2014) mènent des recherches sur la diversification des fusions des fonds mutuels. Ils concluent que pour les fonds cibles, les flux moyens d'actifs sont élevés. Andreu et Sarto (2016) étudient les conséquences des fusions de fonds mutuels, puis confirment qu'après la fusion la taille des fonds d'acquisitions augmente. Alda et al. (2020) soulignent qu'après la fusion, les fonds acquéreurs sont plus efficaces et obtiennent de meilleures performances. De plus, Zhang (2020) examine les fusions dans les années qui suivent la crise financière ; et trouvent que les fonds acquéreurs et les fonds cibles présentent de meilleures performances après la fusion. Aussi, Kaprielyan et al. (2020) constatent à travers la capacité de sélection des titres par les gestionnaires de fonds qu'une gestion active à l'annonce d'une fusion présente de meilleurs rendements tout en tenant compte du risque. Dans la même optique, Kammoun et Tandja (2021) examinent la sous-performance de l'acquisition de fonds mutuels, et rapportent que la performance et la taille des fonds d'acquisitions augmentent après la fusion, en ce qui concerne les fusions intrafamiliales. Ils constatent aussi que dans les trois années qui suivent la fusion, les dépenses de l'acquisition des fonds sont moindres.

Ainsi, le débat autour de la gestion active suscite un véritable engouement dans la littérature. Rompotis (2013) explique que la gestion active représente la capacité des gestionnaires de fonds à pouvoir sélectionner de meilleurs titres pour battre le marché, puis de profiter des rendements au-dessus de la moyenne. Cependant, les études réalisées sur la gestion active sont nombreuses (Jensen [1968] ; Blake, Elton et Gruber [1993] ; Malkiel [1995] ; Gruber [1996] et Carhart [1997], etc.). L'ensemble de ces études démontrent que les fonds sous-performent en réalité lorsqu'on ajuste les coûts aux rendements de la gestion active. Par conséquent, elle n'est pas avantageuse pour la

diversification puisqu'elle augmente la volatilité. Par ailleurs, d'autres études comme celle de Ippolito (1989) déduisent un effet contraire. Elles soutiennent en effet que la gestion active gagne en efficacité et procure une protection contre le risque. Aussi, la gestion active ajoute de la valeur aux fonds et offre de meilleures performances.

Tout récemment, Alda et al. (2020) discutent des décisions de sorties dans l'industrie des fonds communs de placement socialement responsable (SR). Ils mènent des études sur les fonds communs de placement d'actions américaines SR avec des objectifs d'investissements nationaux et mondiaux. Cependant, ils concluent que les acquisitions de fonds sont plus efficaces, et reçoivent plus de ressources sans affecter la performance des flux des investisseurs. De plus, ils affirment que les fusions présentent plus de rentabilité et n'engendrent pas d'effets néfastes, car les investisseurs opèrent qu'avec des fonds plus efficaces. Toutefois, In et al. (2014) considèrent que l'industrie des fonds mutuels présente des caractéristiques d'un marché non concurrentiel malgré sa forte croissance depuis ces dernières années. C'est ainsi que Revelli et Viviani (2015); Alda et al. (2020) pensent qu'un marché concurrentiel est une occasion pour les investisseurs, de prendre des décisions de sorties qui participent à améliorer la performance des fonds.

Sous cet angle, nous disposons de plusieurs pistes de recherche qui servent éventuellement d'analyse de la décision de sorties dans l'industrie des fonds mutuels.

Notre étude sera parmi les premières à traiter l'impact de la décision de sortie sur la performance des fonds mutuels IPOs et ses caractéristiques, tout en se basant sur la récente littérature. Conformément à l'étude présentée par Alda et al. (2020), nous présentons ainsi des données et des résultats empiriques pertinents, qui affectent surtout la décision de sortie en lien avec le marché américain, qui représente le marché est le plus grand au monde.

1.2 Objectif et contribution

Plusieurs études figurant dans la littérature (Jayaraman, Khorana et Nelling [2002] ; Zhao [2005], Khorana, Tufano et Wedge [2007] ; Kolokolova [2011] ; etc.) portent sur les décisions de sorties des fonds mutuels. En revanche, l'ensemble de ces études traitant la décision de sortie demeurent incomplètes. En effet, compte tenu de l'évolution perpétuelle que connaît l'industrie des fonds mutuels, d'autres aspects pertinents sur le sujet ne sont pas encore explorés.

L'objectif général de cette recherche est de mener des études sur la décision de sortie dans les fonds mutuels, précisément les fonds mutuels IPOs. En addition, nous effectuons une analyse comparative des fonds mutuels conventionnels appariés avec les fonds mutuels IPOs. Nous considérons le critère de taille et l'âge comme présenté dans de nombreuses autres études tels que Mallin et al. (1995) ; Bauer et al. (2005). Alors, il est donc question d'identifier les opportunités, les attentes, puis de comprendre les motivations des gestionnaires de fonds qui investissent dans les titres nouvellement introduits en bourse. En somme, nous nous interrogeons sur les déterminants des sorties des fonds mutuels IPOs et les effets des sorties sur la performance et les caractéristiques des deux contreparties de la transaction.

Cette recherche est importante et contribue à la littérature de différentes façons. Tout d'abord, c'est la première fois que ce sujet fait objet d'une étude complète à notre connaissance. Cette étude portant sur la décision de sortie dans les fonds mutuels IPOs est surtout importante pour les investisseurs, les gestionnaires de fonds, les institutions financières, les chercheurs, etc., car ils peuvent avoir davantage d'informations sur le sujet, compte tenu de l'évolution perpétuelle que connaît l'industrie des fonds mutuels.

Ainsi, nous structurons cette étude comme suite : dans la première section, nous parlons de l'industrie des fonds mutuels conventionnels et les fonds mutuels IPOs. Dans la deuxième section, nous effectuons une revue de la littérature. Dans la troisième section, nous constituons les données et mettons en place une méthodologie pour la recherche. Dans la quatrième section, nous analysons la question de recherche puis nous définissons nos hypothèses. Dans la cinquième section, nous rapportons les résultats de l'étude et enfin la conclusion.

2 L'industrie des fonds mutuels et les fonds IPOs

Nous débutons cette section par une présentation de la croissance de l'industrie des fonds mutuels. Par la suite, nous discutons de l'émergence des fonds IPOs, et enfin nous présentons les choix de sorties dans l'industrie des fonds mutuels.

2.1 La croissance de l'industrie des fonds mutuels

La demande globale des fonds communs de placement se renforce depuis ses dernières décennies. D'après les données de Investment Company Fact Book 2021, l'actif net total des fonds mutuels a fortement augmenté en fin 2020. Les États-Unis et l'Europe présentent les plus grands marchés de fonds mutuels au monde, avec 47 % et 35 % de parts respectives du total des fonds mutuels. Le reste des parts est réparti entre la région du pacifique (14 %) et le reste du monde (5 %). L'actif net des fonds mutuels mondial connaît une croissance de 14,9 % de dollars US, dépassant aujourd'hui 63,1 billions de dollars US, soit un chiffre de 54,9 billions de dollars US en 2019.

Les États-Unis gardent leur position de premier marché mondial des fonds, avec pratiquement 30 billions⁵ de dollars d'actifs nets. Cet actif connaît une croissance de 14,2 %, allant de 25,7 billions de dollars en 2019 à 29,3 billions de dollars en fin 2020. Du côté de l'Europe, l'actif net total des fonds voit une hausse de 15,7 % pour atteindre 21,8 milliards de dollars à la fin de l'année. Dans la région d'Asie-Pacifique, le total des fonds monte de 21,3 % pour atteindre 8,8 billions de dollars. Le reste du monde constate une augmentation de 3,2 billions de dollars soit une hausse de 1,1 % en 2020. Cette croissance s'explique par l'ampleur des demandes des investisseurs, sur les produits assurant une meilleure liquidité et un accès plus simple aux marchés financiers.

Plusieurs facteurs influencent la demande des investisseurs. Pour Carhart (1997), la croissance mondiale des fonds mutuels est causée par le vieillissement démographique, la performance positive du marché des actions, la mondialisation croissante de la finance et l'apparition exponentielle des grands groupes financiers multinationaux dans plusieurs pays. Les ménages américains comptent aussi sur les

⁵Investment Company Fact Book 2021.

fonds communs de placement d'obligations, d'actions et hybrides pour atteindre leur objectif financier personnel à long terme (préparer la retraite, l'épargne pour éducation des enfants, l'achat de maison, etc.). Aussi la pandémie du covid-19 est un facteur important qui influence les flux des fonds mutuels américains en 2020⁶.

En termes de nombre de fonds mondial, le marché couvre plus de 126,457 fonds⁷ mutuels en fin 2020 offrant aux investisseurs un large éventail de choix. Cette croissance représente une hausse de 3,2 % et une augmentation de 38,1 % soit un total des 91,572 fonds depuis l'an 2011.

La moitié de ces fonds représente des fonds d'actions, principalement ceux cotés en bourse. Ils occupent une part de 45 % du total de l'actif des fonds mutuels au monde en fin 2020. Ils se chiffrent de 24,5 billions en 2019 de dollars à 28,3 milliards de dollars en fin 2020, soit une croissance de 15,7 %. Les fonds mixtes et les autres fonds représentent 21 % des parts totales des fonds mutuels au monde. Ils connaissent une croissance de 14,6 % en 2020 soit un montant de 11,6 billions de dollars en fin de l'année 2019 à 13,3 billions de dollars en 2020. Les fonds monétaires, principalement les fonds qui détiennent uniquement des titres de créance à court terme et de haute qualité, possèdent à eux 13 % des parts totales des fonds mutuels, avec un actif net total de 6,9 billions de dollars en fin 2019, à 8,3 billions de dollars en fin 2020 soit une croissance de 20,0 %. Les autres types de fonds et les fonds obligataires occupent 21 % des parts de l'actif net total des fonds mutuels principalement, les fonds qui investissent dans des titres à revenu fixe voient leur total d'actif net passer de 11,8 billions de dollars à 13,1 billions de dollars soit une croissance de 10,7 % en fin 2020.

Les fonds d'actions mondiales baissent comparativement aux années précédentes, à cause de l'introduction des autres types de fonds. Cependant, ils occupent toujours la première place dans cette catégorie de fonds sur le marché financier mondial.

Aux États-Unis, les fonds d'actions représentent une grande partie de l'actif net des fonds mutuels américains (voir figure 1). On constate dans cette figure que les fonds

⁶ Nous n'étudions pas l'effet de la Covid-19 sur les choix de sorties des fonds mutuels IPOs car les données fournies par la directrice de recherche sont disponibles entre 1984 et 2018.

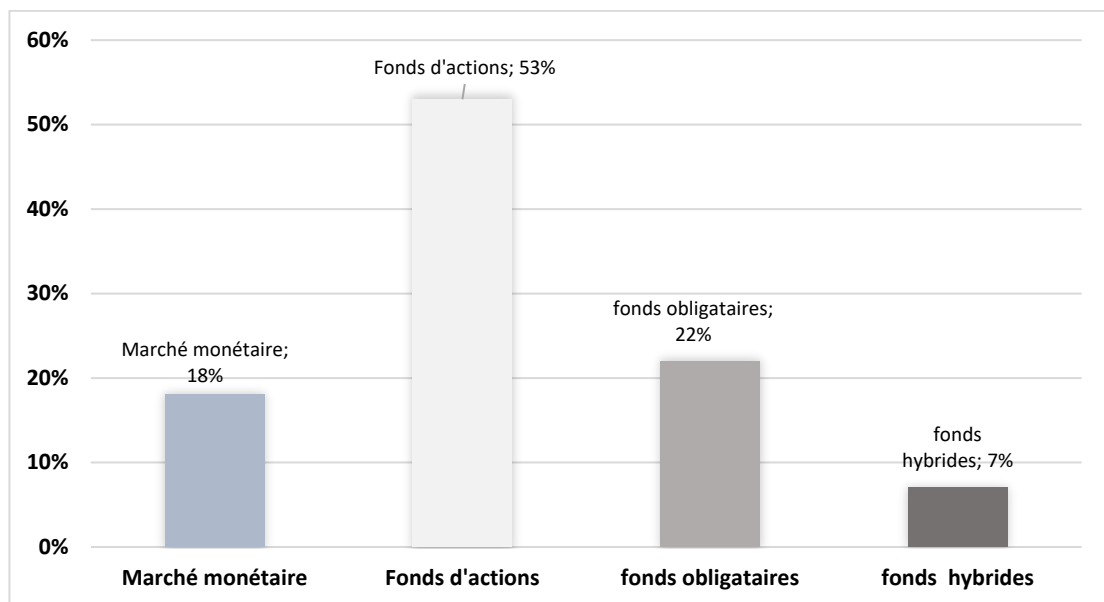
⁷Investment Company Fact Book 2021.

d'actions prennent la première place des parts, en ce qui concerne le type de fonds mutuels avec 53 % de l'actif net des fonds mutuels américains, suivis des fonds obligataires qui représentent 22 % ; et les fonds monétaires 18 % du total des actifs nets et enfin les fonds hybrides avec 7 %.

Ils demeurent un échantillon représentatif, car ils représentent un très grand segment des fonds mutuels au monde, souvent utilisés dans les études comme celle de Treynor (1965) ; Sharpe (1966) ; Treynor et Mazuy (1966) ; Jensen (1968), pour illustrer la performance des fonds. Les fonds obligataires représentent à eux 22 % de l'actif net des fonds. Principalement les fonds obligataires qui investissent dans des titres à revenu fixe, constatent leur actif net total passer de 11,8 billions de dollars à 13,1 billions de dollars soit une augmentation de 10,7 % en 2020 aux États-Unis ; suivis des fonds monétaires avec 18 % et enfin les fonds hybrides avec 7 % d'actif net⁸.

Figure 1. Pourcentage des actifs total net aux États-Unis, fin 2020⁹.

Note : cette figure montre une aperçue des proportions de types de fonds mutuels américains en fin 2020, à savoir les fonds monétaires, fonds d'actions, fonds obligataires et les fonds hybrides.



Source: Investment Company Fact Book 2021, pg.66

⁸Investment Company Fact Book 2021, pg.69.

2.2 L'émergence des fonds IPOs

Au fil des années, le marché des offres publiques initiales connaît des fluctuations qui amènent les gestionnaires de fonds à faire preuve d'innovations, afin de créer de nouvelles opportunités qui participent à développer la performance (Buttimer, Hyland, et Sanders, 2005). Par conséquent, les sociétés de fonds mutuels sont toujours à la recherche de capitaux, pour financer les décisions de sorties et améliorer davantage les rendements.

Considérée comme la plus grande place boursière au monde, la bourse de New York connaît une augmentation du nombre d'introductions en bourse au fil du temps. De plus¹⁰, certaines innovations peuvent être constatées puisque la promotion des fonds IPOs durant la période d'introduction s'est numérisée et s'est raccourcie par des road-shows virtuels¹¹. C'est pourquoi les investisseurs ne manquent pas d'occasions pour dénicher les offres potentielles. C'est donc le signal d'un bel avenir boursier à travers le succès des fonds IPOs (Stark et Hankins, 2005).

Aussi, on remarque durant ces dernières décennies que le volume des introductions en bourse se multiplie, et varie considérablement avec plus 100 à 400 offres publiques initiales par année (Ritter et Welch 2002). Ainsi, dans les années 1990 on parle de périodes « chaudes ». En d'autres termes, c'est la période au cours de laquelle le volume de REIT¹² IPOs est très significatif, expliqué par l'évènement du boom Internet. En revanche entre 2001 à 2002, on parle de périodes « froides » qui représentent les périodes pendant lesquelles le volume des IPOs est faible (Buttimer, Hyland et Sanders, 2004). Cette variation est expliquée par Loughran et Ritter (1995) à travers certaines théories. Toutefois, Helwege et Liang (2002) expliquent principalement que la période

¹⁰Source : Revue française de gestion 2003, pg.163.

¹¹Road-shows : campagnes marketing ou de publicité, avec des méthodes de communication utilisée par les investisseurs, pour transmettre des informations d'offre de souscription lors des conférences. Les gestionnaires de fonds répondent à toutes les préoccupations des investisseurs, et mettent en évidence le succès, afin de susciter l'enthousiasme des investisseurs potentiels.

¹²Un fonds de placement immobilier (REIT) est une fiducie qui détient de nombreux immeubles, dont les actions notamment les parts sont parfois négociées en bourse.

« chaude » est causée par des facteurs environnementaux et économiques et parfois, par les innovations économiques et financières dans l'industrie.

Tout récemment, Hwang, Titman et Wang (2018) dans les fonds gérés par des diplômés d'élites discutent des stratégies élaborées par les souscripteurs de fonds pour sous-évaluer des IPOs. En effet, ils constatent que la performance est plus forte durant la période où les introductions sont émises nouvellement par les souscripteurs. Ainsi, cette stratégie génère annuellement des rendements anormaux d'environ 2,28 % à 4,08 % en moyenne dans la période chaude.

Dans les années 1980, le volume des IPOs se chiffre à 8 billions de dollars environ d'introductions par année. Cependant dans les années 1990, le nombre d'émissions connaît une hausse puis a doublé pour atteindre un chiffre de 20 billions de dollars par an. Ainsi, le nombre des IPOs se multiplie, et la performance connaît une variation. Le volume des introductions rapporte un chiffre de 488 billions de dollars en 2001, soit une moyenne de 78 millions de dollars par transaction (Ritter et Welch, 2002).

Des études menées par Ibbotson, Sindelar et Ritter (1988) montrent que les offres publiques initiales¹³ produisent un rendement moyen annuel estimé à 16,4 % entre 1960 et 1987. Il grimpe à 64,5 % durant la période de bulle Internet dans les années 1990. Ainsi, chaque dollar investi dans un portefeuille d'introduction en bourse, acheté au cours de clôture du marché le premier jour de négociation, se traduit par une richesse finale de 1,344 7 \$. Tandis que chaque dollar investi dans les entreprises correspondantes rapporte 1,618 6 \$, représentant un ratio de seulement 0,831.

Récemment, avec la relance budgétaire de 2021, la fréquence des demandes d'introductions en bourse est plus forte. Les fonds IPOs connaissent progressivement un changement, et les investisseurs se dirigent sur d'autres formes d'investissements depuis 2007 à travers la croissance des fonds IPOs ETFs (Rompotis, 2020).

¹³Consulter toutes les statistiques mises à jour sur site web de Ritter, concernant les rendements moyens des IPOs (<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>).

2.3 Les choix de sortie dans l'industrie des fonds mutuels

Les choix de sorties font partie des stratégies de croissance des fonds mutuels. Alors, la littérature propose trois choix de sorties : les fusions, acquisitions, et les liquidations.

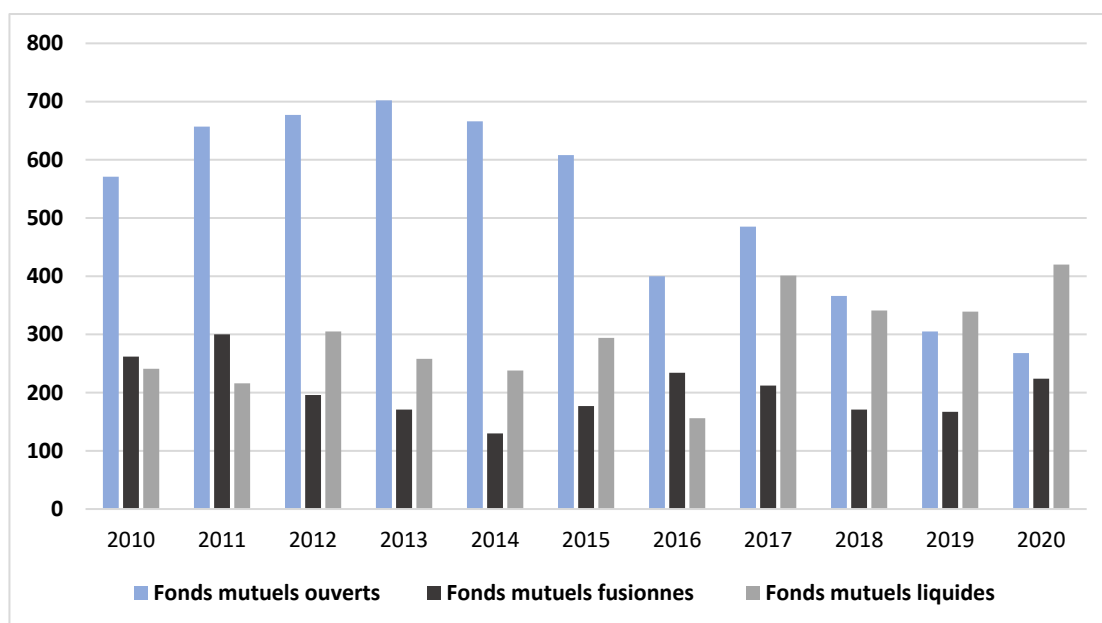
Pour comprendre ces choix de sorties, nous nous basons sur la littérature présente. En effet, Jayaraman et al. (2002) expliquent qu'une mauvaise performance financière est une raison suffisante, pour qu'un gestionnaire liquide des fonds afin de mettre fin à un portefeuille. Suivant ce raisonnement, Zhao (2005) constate que les fusions se produisent le plus souvent dans les familles qui présentent de mauvaises performances financières. Ainsi, elles peuvent constituer un mécanisme intrafamille, ou interfamille, en fonction des objectifs recherchés. Partant de ce fait, lorsque les perspectives de la société quant à la création de valeur future sont incertaines ou limitées, les gestionnaires sont vraisemblablement vulnérables et prennent des décisions de fusions, acquisitions ou liquidations des fonds.

Aux États-Unis¹⁴, alors que les gestionnaires cherchent à préserver les rendements et créer davantage de la liquidité, les promoteurs de fonds liquident et fusionnent certains fonds, principalement les fonds qui n'attirent pas suffisamment l'intérêt des investisseurs. À chaque occasion, ils créent de nouveaux fonds de sorte à répondre à la demande des investisseurs. Alors, on compte au total de 268 OPCVM qui sont ouverts aux États-Unis en 2020. Le nombre de fusions et de liquidations de fonds mutuels rapportent en fin 2020, 644 sorties soit 27 % des fonds totaux avec 420 fonds mutuels liquidés, 268 fonds ouverts et 224 fonds mutuels fusionnés. Ce chiffre atteint son plus haut niveau depuis 2009 (voir figure 2). De plus, les fusions/acquisitions sont plus importantes comparativement aux années précédentes en 2020. La demande globale des fonds mutuels enregistre une sortie nette de 646 milliards de dollars en 2020 comparativement à des sorties nettes de 362 milliards de dollars en 2019 soit une hausse de 5,7 % du total net des sorties de fin 2019. Les marchés boursiers mondiaux rapportent un rendement haussier important de 17 % en fin 2020 après une baisse de rendement de 27 % en 2019.

¹⁴ Source: Investment Company Fact Book 2021.

Figure 2¹⁵. Nombre de fonds communs de placement entrant et sortant dans l'industrie des fonds mutuels, aux États-Unis.

Note : cette figure illustre le nombre de fonds communs de placement entrant et sortant dans l'industrie des fonds mutuels de 2010 à fin 2020. Les données comprennent les fonds communs de placement qui investissent principalement dans d'autres fonds communs de placement.



Source: Investment Company Fact Book 2021, pg.67.

En 2020, les sorties nettes enregistrées par les fonds mutuels de long terme aux États-Unis sont de 486 milliards de dollars¹⁶. Les fonds obligataires compensent partiellement les fonds actions et hybrides. Toutefois, les fonds communs de placement hybrides enregistrent une sortie de 84 milliards de dollars soit 5,3 % de l'actif net total à la fin de 2019, après 230 milliards de dollars de sorties nettes au cours des cinq dernières années. Quant aux fonds monétaires, ils reçoivent 691 milliards de dollars d'entrées nettes des fonds du marché monétaire public, car la pandémie du covid-19 influence la demande de fonds.

¹⁵Source: Investment Company Fact Book 2021.

En dehors du choc de la demande provoquée par la crise de santé publique en 2020, un bon nombre de facteurs notamment le rééquilibrage du portefeuille, les augmentations généralisées des marchés financiers mondiaux, les tendances démographiques en cours et la demande de produits indexés semblent influencer les flux de fonds communs de placement américains.

En 2020, parmi les sorties de fonds les plus attendues par secteur d'activité d'après les données de Investment Company Fact Book 2021 aux États-Unis (voir tableau 1 et 2), on retrouve le secteur de la technologie qui connaît en ce moment du succès sur le marché américain, sans oublier le secteur de l'immobilier en première place¹⁷. En effet, ce secteur détient le plus grand nombre d'introductions en bourse en 2020 aux États-Unis, avec 259 sorties réalisées pour un montant de 105 milliards de dollars, suivi du secteur de la technologie avec 183 sorties pour un montant de 115 milliards de dollars. À la troisième place, le secteur de la santé avec 98 sorties de fonds pour un montant de 115 milliards de dollars. Le tableau 1 et 2 ci-dessous présente le nombre de sorties des fonds par secteur d'activité et l'actif net total des fonds de l'an 2000 à fin 2020 aux États-Unis.

On constate dans le tableau 1 que le secteur de l'immobilier est en première place en matière de nombre de sorties de fonds en fin 2020, suivis du secteur de la technologie avec 183 sorties. Ce nombre s'explique par la multiplication des plateformes de commandes en ligne générée par la pandémie du covid-19 en raison de l'effet de confinement, Alami (2020). Le secteur de la santé de 2019 à 2020 connaît aussi une sortie importante due aussi à l'évènement de la pandémie. Dans le tableau 2, nous constatons qu'en l'an 2000 à fin 2020, les actifs des fonds augmentent considérablement. Cela s'explique par l'évolution financière et démographique ainsi que d'autres évènements comme celui de la pandémie du covid-19 qui influence les demandes de sorties. En toute évidence, on constate que le secteur de la santé en 2020 connaît une expansion phénoménale à travers le chiffre qu'elle présente. Cela est dû à l'urgence médicale de la pandémie du covid-19, Alami (2020). Le secteur de l'immobilier et le consommable a aussi fortement augmenté.

¹⁷Source: Investment Company Fact Book 2021.

Tableau 1. Nombre de sorties des fonds par secteur d'activité de l'an 2000 à fin 2020 aux États-Unis.

Note : ce tableau résume le nombre de sorties par secteur d'activité des fonds mutuels aux États-Unis de 2000 à fin 2020. Dans ce tableau, les fonds sectoriels investissent uniquement dans des sociétés qui opèrent dans des domaines connexes ou des industries spécifiques. Les données pour les fonds qui investissent principalement dans les autres fonds mutuels sont exclues.

Année	Consommable	Finance	Santé	Ressource naturelle	Métaux précieux	Immobilier	Technologie	Service Public	Autres secteurs
2000	12	73	91	29	20	151	283	75	23
2001	17	88	145	28	22	156	345	89	25
2002	22	92	171	25	25	171	345	91	28
2003	19	85	155	32	27	213	288	88	28
2004	27	92	159	33	27	213	288	88	28
2005	26	95	137	37	28	240	259	94	27
2006	33	93	147	40	31	246	265	107	37
2007	41	95	132	46	35	252	248	113	42
2008	42	95	124	51	38	246	218	116	33
2009	42	91	101	49	38	246	199	104	41
2010	42	80	97	53	39	238	190	96	46
2011	43	79	80	70	34	241	184	89	36
2012	37	72	83	80	37	256	182	100	43
2013	41	73	83	92	35	266	188	109	44
2014	41	72	80	101	35	281	180	96	40
2015	39	70	80	135	35	281	180	101	39
2016	37	72	79	136	33	275	178	101	39
2017	39	74	78	141	31	271	181	101	36
2018	39	78	86	149	33	271	198	102	37
2019	41	79	101	128	37	270	191	97	39
2020	37	74	98	119	32	259	183	86	47

Source: Investment Company Fact Book 2021, pg.264.

Tableau 2. Actif net total de fonds par secteur d'activités de l'année 2000 à fin 2020 en billions de dollars US aux États-Unis.

Note : dans ce tableau, les fonds sectoriels sont des fonds qui investissent uniquement dans des sociétés opérant dans des domaines connexes ou des industries spécifiques. Les données sur des fonds qui investissent principalement dans d'autres fonds mutuels sont exclues.

Année	Consommable	Finance	Santé	Ressource naturelle	Métaux précieux	Immobilier	Technologie	Service Public	Autres secteurs
2000	1042	16087	45921	2885	1143	11675	103853	22908	3917
2001	1290	13901	40545	2355	1314	13509	62302	17744	2940
2002	1096	10885	30087	2175	2486	17744	31275	11275	2082
2003	1436	13138	36803	32337	4227	31275	46922	13481	22412
2004	1631	12917	40147	5789	4070	49925	42403	19201	2974
2005	1405	11837	45398	11972	7003	59158	34366	28390	3189
2006	1928	12269	44744	14588	9871	81329	32879	34589	3950
2007	2147	8518	43967	22050	12066	5338	34169	45889	4826
2008	1776	4857	31337	9907	7836	33503	16331	23229	1766
2009	2439	5941	32440	17380	14901	44126	27610	30309	2986
2010	3113	6286	32507	22714	23065	55120	30738	33332	4597
2011	3546	4548	35884	20797	17102	60155	26680	34785	3906
2012	4675	5901	44105	21712	15338	75340	28570	35400	5001
2013	6431	9285	74767	30696	6811	77363	41486	40149	8173
2014	7017	9415	103447	36630	6019	104288	45348	41556	8969
2015	9514	10222	124538	28988	4487	101459	47088	32516	7006
2016	8962	12025	93121	39356	6882	105701	46956	38543	8014
2017	8946	14099	104465	3780	7277	111353	62450	35539	9727
2018	7925	10600	101961	29472	3780	94209	57421	29000	6633
2019	9354	10816	116209	28880	5368	115765	80264	32202	7722
2020	11230	8692	135174	17561	7242	105174	115462	26535	7234

Source: Investment Company Fact Book 2021, pg.263.

Enfin 2020, le nombre de liquidations de fonds aux États-Unis constitue au total 494 fonds¹⁸. Cela représente le plus bas niveau depuis l'an 2000 (voir tableau 3 et 4). Au premier trimestre 2020, les actifs chutent de 12 % à 22,8 billions de dollars, reflétant une baisse généralisée des marchés boursiers nationaux et internationaux due à la pandémie de covid-19. Ainsi, les sociétés de fonds mutuels (UIT) sont passées de 4 572 fin 2019 à 4 310 fin 2020. Le tableau 3 et 4 ci-dessous présente le nombre de sorties des fonds liquidés par secteur d'activité et l'actif net total des fonds fermés de l'an 2000 à fin 2020 aux États-Unis.

¹⁸Investment Company Fact Book 2021.

À l'exception des fonds négociés en bourse dans le tableau 3, le nombre total de types de fonds mutuels baisse de 3,2 % et passe de 9 414 à fin 2019 à 9 027 à la fin de 2020. Cette diminution contraste avec la croissance continue du nombre d'ETF, qui passe de 2 176 à la fin de l'année 2019 à 2 296 à fin 2020. Dans le tableau 4, on peut remarquer que le total des actifs des fonds communs de placement augmente de 3 700 milliards de dollars US au début de l'année 2020, pour atteindre 29,7 billions de dollars en fin 2020. Le nombre de fonds fermés se chiffre à 279 billions de dollars aux États-Unis.

Tableau 3. Nombre de liquidations de fonds par type de société de fonds mutuel de 2000 à fin 2020 aux États-Unis.

Note : ce tableau résume le nombre de liquidations de fonds de 2000 à 2020. Les données des fonds fermés incluent les catégories d'actions privilégiées. L'actif total des sociétés d'investissement comprend les avoirs en fonds mutuels, des fonds fermés et des ETFs. Ces chiffres sont représentés en billions de dollars.

Année \$	Fonds mutuels \$	ETFs \$	Fonds fermés \$	UITs \$	Total \$
2000	6956	66	150	74	7245
2001	6969	83	145	49	7246
2002	6380	102	161	36	6680
2003	7380	151	216	36	7801
2004	8093	228	255	37	8614
2005	10395	301	276	41	9507
2006	11995	423	299	50	11167
2007	9619	608	316	53	12973
2008	11109	531	185	29	10364
2009	11831	777	224	38	12149
2010	11630	992	239	51	13113
2011	13054	1048	244	60	12982
2012	15049	1337	265	72	14728
2013	15049	1675	282	87	17092
2014	15877	1975	292	101	18244
2015	15658	2101	263	94	18116
2016	16353	2525	265	85	19227
2017	18765	3401	277	85	22528
2018	17710	3371	252	70	21403
2019	21291	4396	279	79	26045
2020	23896	5449	279	78	29702

Source: Investment Company Fact Book 2021.

Tableau 4. Actif net total des fonds fermés par type de sociétés de fonds mutuels de 2000 à fin 2020 en billion de dollars aux États-Unis.

Note : ce tableau donne une aperçue des actifs totaux des fonds mutuels par type d'activités de 2000 en fin 2020. Les données sur les fonds mutuels comprennent les fonds qui investissent principalement dans d'autres fonds mutuels. Les données sur les ETFs incluent les ETFs qui investissent principalement dans d'autres ETFs.

Année	Fonds mutuels	ETFs	Fonds fermés	UITs	Total
2000	8339	80	482	10072	18983
2001	8480	102	490	9295	18367
2002	8490	113	543	8303	17449
2003	8406	119	581	7233	16339
2004	8411	152	618	6499	15680
2005	8439	204	635	60119	15297
2006	8704	359	646	5907	15616
2007	8723	629	664	6030	16046
2008	8860	743	644	5984	16231
2009	8594	820	629	6049	16092
2010	8523	950	626	5971	16070
2011	8662	1166	634	6043	16505
2012	8742	1239	604	5787	16372
2013	8970	1332	601	5552	16455
2014	9256	1451	570	5281	16658
2015	9515	1644	561	5188	16908
2016	9505	1774	534	5100	16913
2017	9354	1900	532	5035	16821
2018	9616	2057	504	4917	17094
2019	9414	2176	501	4572	16663
2020	9027	2296	494	4310	16127

Source: Investment Company Fact Book 2021

3 Revue de littérature

Dans cette section, nous présentons principalement de la performance des fonds mutuels. Ensuite, nous identifions les mesures de performances usuelles, ainsi que les autres mesures de performances utilisées dans la littérature. Par la suite, nous discutons de la performance des fonds mutuels IPOs. Aussi, nous parlons de la décision de sortie des fonds mutuels en analysant les déterminants de la décision de sortie et étudions l'impact de la décision de sortie sur la performance des fonds mutuels. Pour terminer, nous faisons une comparaison entre les fonds mutuels conventionnels et les fonds mutuels IPOs.

3.1 La performance des fonds mutuels

Certaines études portant sur la performance des fonds mutuels¹⁹ (Grinblatt, Titman [1993]; Elton, Gruber, Das et Hlavka [1993]; Brown et Goetzmann [1995]; etc.), soulignent que les gestionnaires de fonds mutuels se servent de leurs talents de sélection de titres, pour cibler les portefeuilles d'actifs qui génèrent le plus de rendements. Cependant, Jensen (1969) fournit des résultats différents qui démontrent qu'une bonne performance ultérieure suit une bonne performance passée. Dans le même sens, Carhart (1997) constate que parmi les fonds d'investissement d'actions américaines, les rendements passés servent de référence pour prédire les performances futures des fonds mutuels.

Pour Jegadeesh et Titman (1993), les rendements positifs détiennent davantage d'actions à forte dynamique. Ils constatent que les avoirs sont persistants et les rendements ultérieurs de ces fonds profitent de l'effet momentum. Dans le même sens,

¹⁹Pour les études portant sur la performance des fonds mutuels, voir aussi, Treynor (1965); Treynor et Mazury (1966); Jensen (1968); Grinblatt et Titman (1993); Grinblatt et Titman (1989); Jegadeesh et Titman (1993); Hendricks, Patel, et Zeckhauser (1993); Grinblatt, Titman, et Wermers (1995); Brown et Goetzmann (1995); Gruber (1996); Ferson et Schadt (1996); Wermers (1996); Ferson et Schadt (1996); Carhart (1997); Dickson et al. (2000); Chen, Jagadeesh et Wermers (2000); Wermers (2000); Goetzmann et al. (2001); Chalmers et al. (2001); Jayaraman, Khorana et Nelling (2002); Pastor et Stambaugh (2002); Zhao (2005); Khorana, Tufano et Wedge (2007); Kacperczyk et Seru (2007); Kosowski, Timmermann, White et Wermers (2006); Cremers et Petajisto (2006); etc.

Grinblatt, Titman et Wermers (1995) remarquent que les fonds qui optent pour les stratégies de momentum réalisent de meilleures performances avant l'inclusion des frais de gestions et de transactions. Alors, Wermers (1996) confirme que ce sont les stratégies de momentum qui développent une persistance à court terme.

Carhart (1997) constate que les frais de gestions consomment les gains résultant d'une stratégie de momentum. En outre, un gestionnaire pourrait penser qu'il peut avoir des rendements moyens plus élevés en achetant des fonds qui présentent les meilleurs rendements dans le passé. Donc, le gestionnaire pourrait supposer que cet essor est dû à une mauvaise tarification, ou que le prix est rationnel, ou probablement le rendement attendu pour supporter le risque de momentum est attrayant.

Pour comprendre la performance des fonds, Hendricks, Patel et Zeckhauser (1993) suivent la démarche de Jegadeesh et Titman (1993) et expliquent que les fonds qui génèrent des rendements importants sur un an, ne signifient pas que les gestionnaires de fonds suivent brillamment des stratégies dynamiques, mais tout simplement certains fonds mutuels détiennent des positions assez importantes dans les actions gagnantes des années passées. De plus, Jayaraman et al. (2002) soutiennent que la taille, l'âge ainsi que les objectifs d'investissements influencent sur la performance du fonds.

En ce qui concerne Zhao (2005); Khorana et al. (2007), la diminution de la performance du fonds acquéreur s'explique à travers les coûts définis pour améliorer la performance des fonds cibles peu significatifs, et aux frais liés à la restructuration des fonds. Par la suite, Lappatto et Puttonen (2018) constatent qu'à travers une stratégie basée sur les avoirs pré-fusion, les fonds cibles connaissent de meilleures performances contrairement aux fonds acquéreurs.

Alda et al. (2020) concluent que les fonds acquéreurs sont efficaces, et obtiennent de meilleures performances post-fusion. Aussi, Zalewska et Zhang (2020) expliquent qu'après la fusion les fonds acquéreurs et les fonds cibles présentent de mauvaises performances. Pour Kammoun et Tandja (2021), les fonds d'acquéreurs se détériorent comparativement aux fonds cibles après la fusion.

3.1.1 Les mesures de performance dans l'industrie des fonds mutuels

La performance est un facteur clé pour la prise de décision de sortie des fonds mutuels. Nous présentons ainsi quelques mesures de la performance proposée dans la littérature.

Mesure de Treynor (1965) : Cette méthode de mesure de la performance découle du MEDAF²⁰ et est fonction du risque systématique appelé bêta. La méthode de Treynor permet de faire une comparaison entre le rendement marginal de chaque fonds, et le portefeuille qui présente l'indice le plus élevé (considéré le plus performant).

Mesure de Sharp (1966) : En comparant le ratio de rendement des fonds mutuels avec le ratio de l'indice du marché, Sharp démontre que les fonds mutuels ne peuvent pas obtenir un meilleur rendement par rapport au marché. Contrairement à Treynor, la mesure de Sharp prend en considération le risque total du portefeuille au lieu du risque systématique.

Mesure de Jensen (1968) : Il prend en compte le rendement du portefeuille qui n'est pas expliqué dans le MEDAF et son alpha de Jensen est mesuré en faisant une régression des rendements excédentaires observés du portefeuille, sur les rendements excédentaires du portefeuille du marché.

Fama et French (1993) : Ils associent les facteurs propres des fonds tels que la taille (SMB) notée « small minus big », qui prouve que les fonds de placements plus petits sont plus performants sur le long terme. Aussi, ils incluent l'effet de levier, le ratio cours/bénéfice et la valeur comptable/valeur marchande (HML) notée « high minus low ».

Le modèle de Carhart : Fama et French (1993) montrent que le modèle à trois facteurs ne couvre pas le facteur de continuité appelé le momentum²¹ (MOM). Alors, Carhart

²⁰Le MEDAF désigne le modèle d'évaluation des Actifs financiers noté CAPM en anglais (Capital Asset Pricing Model).

²¹Le momentum est issue d'une observation empirique, qui montre que les fonds qui surperforment continu à surperformer, et ceux qui sous-performent continu à baisser.

élabore un modèle à quatre facteurs construits à travers un modèle expliquant de façon convenable, les rendements moyens espérés.

Les mesures de performances traditionnelles des fonds mutuels sont supérieures lorsque les facteurs de risque sont conditionnels (Ferson et Schadt 1996). Cependant, les mesures de performance conditionnelles reposent sur une approche qui consiste à intégrer l'information publique dans l'évaluation de la performance des fonds mutuels.

Mesure basée sur les facteurs d'escompte stochastique : développée par Glosten et Jagannathan (1994) et par Chen et Knez (1996), cette mesure repose sur le modèle du facteur d'escompte stochastique²² (FES), qui teste l'admissibilité des mesures de performance traditionnelle et conditionnelle des fonds mutuels. Le FES repose donc sur un contexte d'anticipation conditionnelle, et a pour objectif d'ajuster les rendements des actifs financiers des investisseurs aux risques encourus.

Les mesures basées sur les poids des portefeuilles : Cette mesure analyse les informations sur la composition du portefeuille, développée par Grinblatt et Titman (1989). Elles révèlent d'une grande capacité des gestionnaires de fonds à sélectionner les meilleurs titres (Wermers (1997) ; Jiang, Yao et Yu [2007]). En se basant sur les poids des portefeuilles, elle permet de reconnaître les gestionnaires qui sont dotés de meilleures compétences en matière de synchronisation du marché financier.

3.1.2 La performance des fonds mutuels IPOs

La littérature porte un grand intérêt sur la performance des fonds mutuels IPOs. En effet, Reuter (2006) analyse les allocations des fonds IPOs, et découvre qu'il existe une corrélation positive de la performance entre les familles de fonds en lien avec les souscripteurs de fonds. En effet, il constate que la performance des rendements des fonds est liée positivement aux nouvelles offres initiales. De plus, il existe une relation forte entre les fonds mutuels et les allocations IPOs telles que les frais de courtage.

²¹Facteurs d'escompte stochastique (FES), noté en anglais « Stochastic Discount Factors ».

Donc, l'auteur découvre que le volume des commissions explique la présence des allocations IPOs, car les allocations IPOs récompensent les fonds mutuels qui affichent des commissions de négociation élevée, et sont attribuées en fonction du volume de chiffres d'affaires. Ceci sous-entend que les fonds mutuels qui possèdent un chiffre d'affaires important investissent fortement dans les IPOs. En d'autres termes, un chiffre d'affaires élevé équivaut à plus d'allocations IPO et améliore des rendements. En ce qui concerne Reuter (2006), certaines familles de fonds obtiennent des traitements privilégiés de la part des souscripteurs en ayant accès à des informations substantielles sur les IPOs. Ainsi, ces informations qui sont fournies par les souscripteurs aux gestionnaires de fonds représentent un avantage en ce qui concerne les opportunités d'investissements et offrent de meilleures performances.

Ritter et Zhang (2007) étudient comment les banques d'investissements allouent les IPOs entre les fonds mutuels affiliés aux gestionnaires de fonds sur le marché américain et mondial. Ils découvrent deux effets totalement opposés. Premièrement, ils remarquent que les banques d'investissements allouent les fonds IPOs « à froid²³ », avec des fonds affiliés lorsque les demandes pour des introductions en bourse ne sont pas importantes. Cette stratégie est qualifiée de « dépotoir » par l'auteur pour expliquer le conflit d'intérêts qui réside entre le souscripteur et le gestionnaire de fonds. Ceci pourrait constituer une stratégie pour inciter plus de demandes d'introductions, ou une stratégie pour conclure plus de transactions. En effet, cette décision pourrait avoir un impact sur la performance des fonds à long terme. Deuxièmement, les banques d'investissements répartissent les fonds IPOs « à chaud » entre ses fonds mutuels affiliés, en raison de booster la performance des fonds, principalement pendant la période de la bulle Internet. Cette stratégie est qualifiée par l'auteur de « népotisme » pour expliquer le conflit d'intérêts.

En ce qui concerne la performance à long terme des IPOs REITs²⁴, Buttimer, Hyland, et Sanders (2004) analysent les fonds d'investissement immobiliers, et

²³Ritter et Zhang (2007) utilisent les expressions « à froid » pour qualifier la surévaluation des fonds IPOs et « à chaud » pour qualifier la sous-évaluation des fonds IPOs.

²⁴Un fonds de placement immobilier (REIT) est un actif réel, ou est une fiducie qui détient de nombreux immeubles, dont les actions notamment les parts sont parfois négociées en bourse.

trouvent qu'il existe un lien entre les IPOs et le marché d'actif réel. En effet, ils soutiennent que la nature des fonds d'investissement immobiliers impacte sur la performance des fonds IPOs. Aussi, ils confirment que les rendements des IPOs REITs sont performants parce qu'ils émettent des introductions en bourses. Aussi, il n'existe pas de preuves confirmant l'existence des rendements anormaux des IPOs REITs. De plus, Buttner, Hyland et Sanders (2004) expliquent que les IPOs REITs déterminent le comportement des fonds mutuels immobiliers, puis affirment que le volume d'introduction des IPOs REITs n'impact pas la performance opérationnelle des IPOs à long terme.

Gaspar, Massa, et Matos (2006) étudient la répartition des fonds mutuels au sein des familles de fonds, et trouvent que l'incitation majeure des IPOs s'articule autour de la maximisation de rendements. Ainsi, les familles de fonds adoptent des stratégies d'offres initiales de manière à subventionner une partie des fonds. Par conséquent, la performance des fonds IPOs présente de meilleurs rendements étant donné que les allocations des fonds sont sous-évaluées. En ce qui concerne les placements individuels, principalement dans les grandes familles de fonds, Gaspar, Massa et Matos (2006) constatent que les fonds qui investissent dans les IPOs sont stratégiquement répartis, afin que les gestionnaires de fonds mutuels ne puissent pas toujours profiter de ces relations individuelles. Aussi, ils remarquent que les familles de fonds répartissent le plus souvent les introductions en bourse de manière stratégique pour favoriser certains fonds au détriment d'autres fonds.

Massa, Reuter et Zitzewitz (2010) remarquent que certaines familles de fonds, particulièrement les grandes familles obtiennent des privilèges, car ils possèdent des gestionnaires nommés contrairement aux autres familles de fonds. Cela représente un avantage pour ces familles, car ils bénéficient des allocations IPOs qui améliorent le résultat de leurs rendements. Aussi, ils expliquent que certaines familles se servent de l'anonymat des gestionnaires de fonds dans leurs négociations, et obtiennent de meilleures performances.

Aussi, Hwang, Titman et Wang (2018) mènent une étude sur la performance des allocations des fonds mutuels IPOs, plus précisément les fonds mutuels gérés par des gestionnaires d'élites. Ils constatent que les fonds performant précisément au cours de

la période où ils sont liés à des souscripteurs émettant de nouvelles introductions en bourse. En effet, ils démontrent que les fonds mutuels IPOs bénéficient d'un accès préférentiel et concluent que les gestionnaires de fonds mutuels des universités d'élite obtiennent de meilleurs résultats. Toutefois, ces performances pourraient être attribuées aux souscripteurs de fonds qui sous-évaluent les fonds IPOs pour favoriser certains gestionnaires de fonds. Alors, Hwang, Titman et Wang (2018) affirment que la relation qui existe entre les souscripteurs et les gestionnaires de fonds explique comment certaines gestionnaires parviennent à générer des rendements importants. De ce fait, la sous-évaluation des IPOs avantage aussi les investisseurs individuels puisqu'ils profitent de l'occasion pour planifier éventuellement des stratégies avec d'autres gestionnaires de fonds.

Dans le même sens, Rompotis (2020) étudie la performance sur les fonds IPOs ETFs, puis conclut que les actifs ne peuvent battre le marché en raison qu'ils sont très volatiles comparativement aux passifs qui sont moins volatiles. Ainsi, il partage une stratégie pour améliorer la performance des fonds ETFs. En effet, l'auteur explique qu'il est judicieux d'intégrer les actifs dans un portefeuille d'investissement pour amoindrir le risque. De plus, il constate que la performance est négativement liée aux dépenses, mais positivement liée à la taille des fonds.

3.2 Les décisions de sorties dans l'industrie des fonds mutuels

L'industrie des fonds mutuels ouvre de nouvelles perspectives et permet à plusieurs participants d'y prendre part (les investisseurs, les sociétés de fonds, les gestionnaires, les institutions financières, etc.).

Alors, les études portant sur les décisions de sorties dans l'industrie des fonds mutuels sont abondantes dans la littérature, principalement celle traitant la décision de liquidation. En effet, Ackermann, McEnally et Ravenscraft (1999) ; Brown, Goetzmann et Park (2001) étudient la décision de liquidation des fonds. Les résultats rapportent que la décision de liquidation de fonds est prise par les familles de fonds. Cependant, cette décision est liée à plusieurs facteurs, tels que le risque, les objectifs managériaux, la

performance des fonds et des actifs sous gestion. Zhao (2005) affirme que cette forme de sortie est parfois liée négativement à l'acquisition d'autres fonds, au volume des fonds, et à l'âge. Aussi, Kolokolova (2011) découvre que les liquidations de fonds découlent parfois d'une décision stratégique ; car le plus souvent les liquidations se déroulent dans l'intention d'éliminer des fonds, attirer davantage de ressources, ou de mettre en avant certains fonds dans le but d'acquérir plus de profits.

Concernant les deux autres formes de sorties (fusions et acquisitions), Jayaraman, Khorana et Nelling (2002); Zhao (2005); Khorana, Tufano et Wedge (2007) expliquent que les fusions et les acquisitions de fonds sont parfois des moyens utilisés par les gestionnaires pour camoufler la performance négative des fonds. Toutefois, Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) constatent que les fonds participant à des fusions diminuent en taille. Mais les gestionnaires font souvent preuve de diversification, affirme Kacperczyk et al. (2005). Cette diversification permet de réduire le risque en répartissant les placements entre des catégories d'actifs, soit dans de différents secteurs d'activités, ou même dans de différentes régions géographiques. Aussi, Kacperczyk et al. (2005) ajoutent que les gestionnaires de fonds qui prennent des décisions en détenant de bonnes informations, particulièrement dans les industries auxquelles ils comptent investir obtiennent le plus souvent de meilleurs rendements.

Pour comprendre davantage la décision de sortie, Zhao (2005) explique dans le cas d'une opération de fermeture de fonds, les gestionnaires utilisent la fusion de fonds plutôt que la liquidation. Cela signifie que la décision de sortie est un mouvement stratégique qui permet aux gestionnaires de réaliser une synergie de fonds.

D'après Andreu et Sarto (2016), les sorties de fonds se définissent comme un développement de croissance qui se manifeste par un renforcement de la fonction de production existante au sein d'une même famille de fonds. Aussi, après la fusion les fonds acquéreurs obtiennent de meilleurs rendements par rapport aux autres fonds cibles. De même, McLemore (2019) affirme que la taille des fonds d'acquisitions augmente après la fusion.

Toujours dans le même sens, Nain et Yao (2013); Kaprielyan et al. (2020) concluent que les gestionnaires des fonds mutuels effectuant des opérations de gestions

activent, en se basant sur leur capacité de sélections des titres. Par conséquent, ils obtiennent de meilleures performances tout en tenant compte du risque dans le cas de la fusion. Effectivement pour un gestionnaire de fonds, la capacité de sélection des meilleurs titres est très importante. Aussi, le succès de la décision de fusion ou de l'acquisition se repose quasiment sur la gestion des titres. Aussi, Kammoun et Tandja (2021) constatent que pour les fusions intrafamiliales, la performance est plus efficace et la taille des fonds acquéreurs augmente après la fusion. Toutefois, si les gestionnaires de fonds sont en mesure de sélectionner des titres valorisants à travers les informations qu'ils détiennent, cela pourrait influencer positivement la décision de sortie.

3.2.1 Les déterminants de la décision de sortie dans l'industrie des fonds mutuels

La décision de sortie représente un grand projet pour les gestionnaires de fonds. En effet, ils accordent une grande importance en ce qui concerne les déterminants de la décision de sortie des fonds, nécessitant au préalable un travail d'analyse fondamentale.

De nombreuses études portant sur les déterminants de la décision de sortie dans l'industrie des fonds mutuels s'appliquent sur le marché américain (Brown et Goetzmann [1995] ; Jayaraman, Khorana et Nelling [2002] ; Zhao [2005] ; Barber et al. (2005) ; Ding [2006], Khorana et al. (2007) ; Dukes, English et Demiralp [2011] ; Namvar et Phillips [2013] ; Lai [2016] ; Lapatto et Puttonen [2018] ; etc.).

Par rapport aux déterminants de la décision de liquidations dans l'industrie des fonds mutuels, Brown et Goetzmann (1995) expliquent qu'elles sont liées négativement aux entrées des fonds, l'âge et la taille des fonds, les frais de gestion des fonds, la performance des fonds, les risques entre le fonds cible et le fonds acquéreur. Toutefois, l'opération de liquidation est irréversible et prend plusieurs formes. Très souvent, elle implique une disparition d'une ou plusieurs fonds cibles et un changement de pouvoir de gestion au sein des fonds acquéreurs. De plus, Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) et Zhao (2005) soulignent que les liquidations sont plus fréquentes chez les fonds plus jeunes. Ainsi, une mauvaise performance est une raison suffisante de liquider un fonds afin d'améliorer son image. En effet, une bonne image sur le marché est avantageuse

pour les investisseurs, elle suscite de l'intérêt et attise la curiosité des autres investisseurs.

Le nombre de fonds disponible pour les investisseurs sur le marché est multiple. Alors, les décisions de sorties semblent être une des meilleures stratégies offertes par les gestionnaires de fonds pour mettre fin à certains fonds qui n'attirent pas suffisamment de l'intérêt envers les investisseurs (Zhao, 2005). Toutefois, cette décision pourrait ne pas être avantageuse pour certains investisseurs, car la consolidation dans l'industrie occasionne une diminution considérablement des choix de placements (Linh, 2021).

Les résultats de Dukes, English et Demiralp (2011) sur l'importance des frais de gestions sont aussi concluants. En effet, ils affirment que le plus souvent les liquidations se déroulent lorsque les frais de gestions sont très élevés. Dans la même optique, Kolokolova (2011) et Lai (2016) font référence à des comportements stratégiques. Ils soulignent que le plus souvent, les liquidations se déroulent dans le seul but d'éviter les coûts de gestions, d'attirer davantage de ressources, augmenter les profits en transférant les performances et les ressources, et en mettant en avant certains fonds appelés fonds précieux aux dépens des autres fonds.

En ce qui concerne les déterminants de la décision de fusion et acquisition, Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) soutiennent qu'au cours de la période post-fusion, les fonds cibles présentent des performances négatives ainsi que des résultats négatifs à l'inverse des fonds acquéreurs. Ainsi, l'une des motivations dans une opération de fusion est d'attirer l'intérêt des investisseurs. Dans le même ordre d'idées, Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) expliquent que très souvent, les fusions se déroulent chez les fonds plus petits tout comme dans la décision de liquidations.

Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) expliquent que les fusions sont motivées par l'envie des réalisés des économies d'échelles. Cependant, ils portent une attention particulière sur la taille des fonds représentant un déterminant majeur dans la décision de fusion des fonds. Ainsi, ils constatent que la taille des fonds participants connaît une baisse post-fusion.

Aussi, Kacperczyk et al. (2005) soulignent que les gestionnaires de fonds mutuels qui détiennent des informations dans les industries auxquelles ils investissent présentent de meilleures performances. Barber et al. (2005) ajoutent que lorsque les frais d'acquisitions ou de commissions sont manquants, les gestionnaires de fonds sont en mesure de mieux contrôler les dépenses à travers l'information qu'ils détiennent. Alors, Ding (2006) conclut que les fonds cibles présentent le plus souvent de mauvaises performances financières et enregistrent d'importantes sorties nettes durant les années suivant la fusion des fonds.

De plus, une bonne gestion des fonds est aussi un facteur clé, considéré par Khorana et al. (2007) comme un facteur déterminant sur le résultat de la performance de sortie des fonds. En effet, ils pensent que si la diversification indique un succès, la différence de culturelle entre les fonds cibles et acquéreurs peut avoir un impact sur la pérennité des fonds à long terme.

Dukes, English et Demiralp (2011) expliquent que les fusions se déroulent en général lorsque les frais de gestions sont faibles. Par conséquent, les frais de gestions sont à prendre en compte dans la décision de fusions et acquisitions. De même, Nain et Yao (2013) soulignent que le choix de sortie dépend en générale, des objectifs managériaux, du risque, de la performance des fonds, et des actifs sous gestion. Ainsi, Nain et Yao (2013) expliquent que la performance des fonds mutuels résulte de la capacité des gestionnaires de fonds à pouvoir sélectionner les meilleurs titres pour ses placements.

Namvar et Phillips (2013) stipulent que l'examen du processus d'intégration constitue l'un des déterminants majeurs de la réussite de l'opération de fusion ou acquisition. Ils soulignent l'importance de l'intégration des deux contreparties de la transaction et mettent l'accent sur la conséquence de cette phase dans la réussite de l'opération de sortie. Alors, le gestionnaire de fonds se doit d'être efficace et centré sur une compréhension des questions culturelles des deux familles de fonds.

Andreu et Sarto (2016) parlent du volume des fonds. Ils expliquent que la taille des fonds est une raison récurrente pour laquelle les gestionnaires de fonds prennent des décisions de fusion ou de liquidation. Par ailleurs, ils constatent que dans les fusions

entre familles, la taille des fonds acquéreurs augmente après la fusion. Aussi, une famille de fonds plus petite engendre moins d'impact sur la performance par rapport à une famille de fonds plus grande.

Récemment, Lappatto et Puttonen (2018) soulignent que la décision de sortie ne peut être considérée, que si elle respecte et prend en compte certaines fonctions déterminantes, telles que la recherche d'une meilleure croissance, et est facilement transférable entre l'acquéreur et la cible. Aussi, les fonds cibles pourraient offrir un meilleur rendement par rapport aux fonds acquéreurs post-fusion, si avant la fusion une stratégie d'achat et de conservation concernant les avoirs finaux est élaborée. Aussi, Lappatto et Puttonen (2018) remarquent qu'en absence de la fusion, les fonds cibles obtiennent de meilleurs résultats. De plus, le fonds acquéreur doit connaître l'origine du fonds cible, afin de pouvoir déterminer les conséquences de l'opération notamment son secteur d'activité, puis établir un prix pour l'acquisition du fonds.

Pour McLemore (2019), durant les trois années suivant la fusion, les dépenses qu'engendre l'acquisition des fonds présentent des coûts plus bas. Des événements externes peuvent influencer les sorties des fonds tels que le secret et l'engagement des investisseurs. Selon Zalewska et Zhang (2020), les années suivant la crise financière les fusions présentent de moins bonnes performances tant pour les fonds acquéreurs que pour les fonds cibles. Aussi, Kaprielyan et al. (2020) remarquent que les gestionnaires de fonds qui intègrent une gestion active, et qui possèdent une capacité de sélection des titres principalement dans le cas des fusions, présentent de meilleures performances. De même, Kammoun et Tandja (2021) soulignent qu'à l'inverse des fonds cibles, les fonds d'acquéreurs connaissent une détérioration de la performance après la fusion.

En analysant minutieusement ces différentes études portant sur les déterminants de la décision de sortie des fonds nous retenons en somme que les motivations derrière les fusions, acquisitions, ou liquidations renvoient à la performance des fonds, aux objectifs managériaux, aux volumes des fonds, à l'âge des fonds, à l'importance des frais de gestion, aux risques qu'encourent les fonds, aux actifs sous gestion. Cependant, toutes ces études soutiennent que les fusions des fonds prônent l'envie

d'éliminer des fonds cibles qui ne représentent aucun intérêt pour le gestionnaire de fonds, afin de gagner en efficacité.

3.2.2 L'impact de la décision de sortie sur la performance des fonds mutuels

Les fonds mutuels sont administrés par une société de gestion d'actifs, qui permettent aux gestionnaires de fonds de profiter facilement des occasions de placements et de gérer les actifs de manière professionnels. Ainsi, les gestionnaires de fonds prennent des décisions de sorties pour développer certaines compétences, réduire la concurrence, accéder à davantage d'actifs, et accélérer la performance des fonds. Mais cette décision n'est jamais sans risque, car elle impacte d'une manière ou d'une autre sur la performance des fonds comme l'affirment, Jayaraman, Khorana et Nelling (2002); Zhao (2005); Ding (2006); Andreu et Sarto (2016); McLemore (2019); Kaprielyan et al. (2020); etc.

Les décisions de sorties principalement les fusions et les acquisitions résultent de l'évolution perpétuelle que connaît l'industrie des fonds mutuels affirment Jayaraman, Khorana et Nelling (2002). Ainsi, Massa (2003) explique que la décision de sortie pourrait être en rapport avec la croissance du nombre de fonds disponible dans l'industrie des fonds mutuels.

Plusieurs facteurs impactent sur la décision de sorties dans l'industrie des fonds mutuels. Brown et Goetzmann (1995) démontrent que la performance et la taille des fonds influencent sur la décision de sortie. Pour Jayaraman et al. (2002), les fusions/acquisitions représentent parfois un moyen de correction d'une offre excédentaire, causée par une croissance dans l'industrie des fonds mutuels. Par conséquent, une mauvaise performance antérieure pourrait expliquer les fusions intrafamiliales et la plupart des fonds liquidés.

Jayaraman et al. (2002); Zhao (2005); Khorana, Tufano et Wedge (2007) constatent que les fonds cibles obtiennent de mauvaises performances après la fusion. Cependant, une acquisition de fonds cible plus grande par rapport à la taille des fonds acquéreurs, pourrait être à l'origine de réalisation d'économies d'échelles.

Aussi, Andreu et Sarto (2016) constatent que durant les périodes qui suivent les longs évènements, la fusion est le seul facteur qui impacte les flux de fonds. Cela s'explique à travers plusieurs éléments tels que la taille des fonds, le rendement, et l'âge. À cet égard, McLemore (2019) observe alors que plus la taille des fonds cibles est importante, plus la probabilité d'échec d'intégration de gestion de ces fonds est grande, et conduit inévitablement à une baisse de la performance sur le long terme. En revanche, lorsque la sortie est dans l'intérêt de réaliser de nouveaux investissements, la performance des fonds mutuels sera alors impactée de manière positive si l'opération du choix de sélection des titres est bien traitée.

Alda et al. (2020) soulignent que dans le cadre des fusions intrafamiliales, les fusions sont avantageuses lorsque les familles présentent une bonne performance financière. De même, Muñoz (2019) ; Kammoun et Tandja (2021) soutiennent que la structure de gestion des fonds mutuels impacte considérablement sur le processus de sélection des fonds cibles. Dans cette optique, la performance après l'acquisition des fonds de même que la taille des fonds sont des éléments à prendre en considération, principalement dans les fusions intrafamiliales.

Récemment, Linh (2021) analyse le comportement des investisseurs à l'égard de la décision de sortie de fonds. Il remarque que les investisseurs tendent à réagir d'une manière négativement aux informations liées à l'opération de fusion. En effet, ces informations impactent négativement sur la performance des fonds après la fusion. En d'autres termes, ils conduisent les investisseurs à retirer l'argent investi dans le fonds, et cela représente pour la fusion une difficulté d'offrir une meilleure performance.

3.2.3 Comparaison entre la performance des fonds mutuels conventionnels et la performance des fonds mutuels IPOs.

Il existe une littérature abondante traitant les performances des fonds mutuels conventionnels. En effet, Jensen (1968) explique que les actifs risqués produisent en moyenne de meilleures performances. Aussi, la performance des fonds est fonction de la capacité des gestionnaires à sélectionner et à cibler, les actifs qui génèrent le plus de

rendements soulignent Grinblatt et Titman (1989) ; Wermers (1997) ; Jiang, Yao et Yu (2007). Jensen (1968) ; Blake, Elton et Gruber (1993) ; Malkiel (1995) ; Gruber (1996) et Carhart (1997) démontrent également que les fonds sous-performent en réalité lorsqu'on ajuste les coûts aux rendements de la gestion active. De même, Brown et Goetzmann (1995) ajoutent qu'une mauvaise performance de certains fonds explique la disparition d'autres fonds. Ainsi, Elton, Gruber, et Blake (1996) constatent qu'une performance future relève d'une performance passée ajustée au risque. Également, Grinblatt et Titman (1992) découvrent que la gestion active des portefeuilles offre de meilleures performances.

De plus, Carhart (1997) indique qu'en générale les fonds ne battent pas le marché, et qu'à long terme la performance des fonds n'est plus persistante. En ce qui concerne Jayaraman, Khorana et Nelling (2002) ; Zhao (2005) ; Khorana, Tufano et Wedge (2007), ils soulignent qu'une mauvaise performance financière conduit à des décisions de sorties. Pour Berk (2005), les investisseurs rationnels tendent à se protéger contre les décisions ayant une incidence sur le rendement. Alors, Zhao (2005) ; Khorana et al. (2007) découvrent que les décisions de sorties profitent aux fonds présentant de mauvaises performances financières. Kolokolova (2011) souligne que les fusions entre mêmes familles permettent un meilleur contrôle et servent de stratégies pour attirer plus de ressources.

Selon Park (2013), les fusions participent à renforcer la performance. Aussi, les fonds acquéreurs obtiennent de meilleurs rendements par rapport aux autres fonds cibles après la fusion, affirment, Andreu et Sarto (2016). D'après Lappatto et Puttonen (2018) constatent qu'à travers une stratégie basée sur les avoirs préfusion, les fonds cibles connaissent de meilleures performances contrairement aux fonds acquéreurs. Muñoz (2019) ajoute que les sorties de fonds constituent un effet de levier de croissance rapide dans l'industrie des mutuels. De même, Joliet et Titova (2018) montrent que l'union de deux ou plusieurs fonds participe à donner de la valeur aux fonds.

Quant à Zalewska et Zhang (2020), ils expliquent qu'après la fusion les fonds acquéreurs et les fonds cibles présentent de mauvaises performances. Aussi, Alda et al. (2020) soulignent qu'après la fusion, les fonds acquéreurs et sont plus efficaces et obtiennent de meilleures performances. Selon Kaprielyan et al. (2020), une transaction

active à l'annonce d'une fusion offre de meilleurs rendements. Kammoun et Tandja (2021) rapportent que dans les fusions intrafamiliales, la performance de l'acquisition des fonds est meilleure après la fusion. De plus, Linh (2021), découvre que les informations que possèdent les investisseurs à l'approche d'une fusion ont un impact négatif sur la performance des fonds après la fusion.

Certaines études portant sur la performance des fonds mutuels IPOs comme celle de Buttime, Hyland et Sander (2005) soulignent que les rendements des IPOs REITs sont meilleurs parce qu'ils émettent des introductions en bourses. Aussi, Reuter (2006) constate que la performance des rendements des fonds est liée positivement aux nouvelles offres initiales. Ritter et Zhang (2007) découvrent que la stratégie du « dépotier » constitue un moyen pour inciter plus de demandes d'introductions et impacte sur la performance des fonds mutuels à long terme.

Massa, Reuter et Zitzewitz (2010) remarquent que les privilèges que bénéficient certaines familles de fonds notamment les allocations IPOs, permettent aux gestionnaires de fonds d'obtenir de meilleures performances financières. De plus, Hwang, Titman et Wang (2018) montrent que les fonds obtiennent de bonnes performances au cours de la période où ils sont liés à des souscripteurs émettant de nouvelles introductions. Aussi, Rompotis (2020) dans les ETFs IPOs indique une relation positive d'entre la performance des fonds et les actifs, puis constate que la performance est négativement liée aux dépenses, mais positivement liée à la taille des fonds.

4 Question de recherche et hypothèses

Des études antérieures comme celles de Brown et Goetzmann (1995) ; Jayaraman et al., (2002) ; Khorana, et Nelling (2002) ; Zhao (2005) ; Ding (2006) ; Khorana, et al. (2007) et bien d'autres traitent la décision de sortie des fonds mutuels conventionnels. De même, Alda (2018) analyse le sujet sur les fonds de pension. Aussi, Sherrill et Stark (2018) étudient les fonds mutuels ETFs (en anglais, Exchange Traded Fund). Récemment, Alda et al. (2020) analysent le sujet portant sur les fonds communs de placement socialement responsables. Alors, notre attention se porte précisément sur les fonds mutuels IPOs, car plusieurs aspects importants du sujet restent inexplorés dans la littérature.

En effet, il ressort dans l'analyse des fonds mutuels conventionnels qu'il existe de fortes probabilités de sorties, principalement pour les fonds qui affichent de mauvaises performances financières et des flux nets inférieurs. C'est dans ce sens que Kolokolova (2011) explique que les sociétés de placements collectifs procurent leurs profits en fonction du volume d'actif net total qu'ils gèrent. Alors, les fonds mutuels affichant de mauvaises performances financières, ou qui n'obtiennent pas d'importants flux nets deviennent une charge pour les gestionnaires, et présentent des coûts de gestions très importantes. Alors, ces fonds sont éliminés au détriment d'autres fonds. Cependant, les flux de fonds pourraient être influencés par plusieurs facteurs tels que la performance des fonds, l'âge ou la taille des fonds (Jayaraman et al., 2002). Aussi, Friesen et Sapp (2007) découvrent que les investisseurs sont sensibles aux résultats financiers antérieurs, car ils prennent leur décision en fonction des résultats qu'affiche le fonds dans le passé. Par conséquent, ces investisseurs investissent que dans les fonds qui présentent de bonnes performances financières.

Ces conclusions nous interpellent. Alors, nous décidons de réexaminer si les mêmes résultats sont trouvés dans le cas des fonds mutuels IPOs. Toutefois, les fonds mutuels IPOs diffèrent sensiblement des fonds mutuels conventionnels particulièrement sur le résultat de leurs performances. Dans la littérature présentée antérieurement (Ritter et Zhang [2007] Massa, Reuter et Zitzewitz [2010] ; Hwang, Titman et Wang [2018] ; etc.), nous constatons que les gestionnaires des fonds IPOs bénéficient des allocations en raison des flux nets importants que présentent certaines familles de fonds. De plus,

ils obtiennent des informations privilégiées sur les introductions en bourses qui sont avantageuses dans le cas des opportunités d'investissements. Alors, cette étude devient intéressante, car la particularité de ce fonds pourrait affecter considérablement, le moteur et les conséquences de la décision de sorties des fonds IPOs. Ainsi, la question de recherche que nous énonçons est de savoir :

- **Quels sont les déterminants des sorties fonds mutuels IPOs ?**
- **Quels sont les effets des sorties sur les fonds mutuels IPOs ?**

Pour répondre à ces questions, nous émettons quelques hypothèses. Notre première hypothèse consiste à vérifier si la performance financière des fonds mutuels IPOs a un impact sur la décision de sortie et inversement. Un nombre important d'études empiriques telles que Chevalier et Ellison (1997); Sirri et Tufano (1998) indiquent que la performance des fonds est très importante et constitue un déterminant significatif dans la décision de sorties. En effet, ils constatent que la performance est une variable qui affecte les flux nets des fonds, car les investisseurs tiennent compte des rendements passés des fonds avant d'investir. Ainsi, les familles de fonds qui présentent de mauvaises performances financières connaissent une amélioration, lorsqu'elles prennent des décisions de sortie (Alda et al, 2020). De plus, lorsque les flux nets ne sont pas proportionnels à la taille du fonds, cela affecte les flux totaux nets qui subissent le plus souvent une baisse (Linh, 2021). Alors, nous vérifions si ces conclusions sont constatées dans les fonds mutuels IPOs à travers ces hypothèses :

Hypothèse 1,0 : La performance des fonds mutuels IPOs n'a pas d'impact sur les décisions de sorties.

Hypothèse 1,1 : La performance des fonds mutuels IPOs a un effet négatif statistiquement significatif sur les décisions de sorties.

La deuxième hypothèse que nous vérifions concerne la décision de fusion des fonds mutuels IPOs. En effet, Zhao (2005) affirme que les fusions se produisent fréquemment dans les familles qui présentent de mauvaises performances financières. Alors, Namvar et Phillips (2013) expliquent qu'une mauvaise performance antérieure est l'une des raisons qui expliquent les fusions intrafamiliales. Toutefois, Joliet et Titova (2018) découvrent que l'union de deux ou plusieurs fonds participe à donner de

la valeur aux fonds et est bénéfique pour les participants. Cependant, les gestionnaires fusionnent les fonds qui n'attirent pas assez de l'intérêt envers les investisseurs. Cela renforce la gestion des placements et assure en efficacité dans la recherche de ressources (Zalewska et Zhang, 2020). Aussi, Alda et al. (2020) constatent que les fusions sont avantageuses lorsque les familles présentent une bonne performance financière. Nous vérifions si le même résultat est probable pour les fonds mutuels IPOs dans les hypothèses qui suivent :

Hypothèse 2,0 : La famille de fonds n'a pas d'impact sur les deux contreparties de l'acquisition.

Hypothèse 2,1 : Les acquisitions à l'intérieur d'une même famille résultent d'une meilleure performance pour les deux contreparties de l'acquisition, comparativement aux acquisitions entre deux familles différentes de fonds.

Aussi, Brown et Goetzmann (1995); Jayaraman, Khorana, et Nelling (2002) remarquent que les décisions de liquidations de fonds sont liées par certains facteurs tels que l'âge des fonds. En effet, Chevalier et Ellison (1997) mentionnent que l'âge influence sur le flux net du fonds. Pour Zhao (2005), la performance des fonds plus jeune pourrait inciter une famille à se débarrasser de ces fonds afin d'éviter les mauvaises réputations. Étant donné que les jeunes fonds doivent faire leurs preuves sur le marché contrairement aux vieux fonds qui jouissent déjà de leurs réputations, les gestionnaires engagent des coûts importants pour promouvoir les fonds plus jeunes. Alors, nous testons si cela est aussi le cas dans les fonds mutuels IPOs en répondant aux hypothèses suivantes.

Hypothèses 3, 0 : L'âge des fonds n'a pas d'impact sur la décision de liquidation ou d'acquisition des fonds mutuels IPOs.

Hypothèses 3, 1 : L'âge des fonds a un effet négatif et statistiquement significatif sur la décision de liquidation ou d'acquisition des fonds mutuels IPOs.

En outre, Brown et Goetzmann (1995) démontrent que la taille des fonds fait partir également des facteurs qui impact sur la décision de sortie des fonds mutuels. En effet, Jayaraman et al, (2002) ; Zhao (2005) et Khorana et al. (2007) découvrent qu'en général, la taille des fonds pourrait jouer un rôle de fermeture des fonds mutuels, en particulier dans la décision de liquidation. C'est dans ce sens que Alda et al. (2020) constatent dans les fonds mutuels SR que les décisions de liquidations des fonds sont plus courantes dans les familles qui présentent des fonds plus petits. Cependant, les familles de fonds qui gèrent un petit volume de fonds et qui présentent des fonds plus jeunes sont celles qui présentent plus souvent de mauvaises performances financières, et connaissent des décisions de liquidations. Alors, nous examinons si les mêmes conclusions ont lieu dans les fonds mutuels IPOs en posant les hypothèses suivantes :

Hypothèses 4, 0 : La taille des fonds n'a pas d'impact sur la décision de liquidation ou acquisition des fonds mutuels IPOs.

Hypothèses 4, 1 : La taille des fonds a un effet négatif statistiquement significatif sur la décision de liquidation ou acquisition des fonds mutuels IPOs.

Les quatre hypothèses que nous testons dans cette étude permettent de mieux comprendre les déterminants de la décision de fusion et de liquidation des fonds mutuels IPOs, et surtout de se prononcer sur les effets de ces sorties.

5 Données et méthodologie

Cette session décrit avec précision les données et les méthodes utilisées dans cette étude. Nous présentons deux points essentiels. Le premier concerne la description détaillée de notre échantillon tel que les sources et la nature des données utilisées dans cette étude. De plus, nous faisons une présentation du processus de traitement des données. Le deuxième point concerne les différentes méthodes et les variables utilisées dans cette étude que nous présentons par la suite de manière plus approfondie.

5.1 Données

Nos données portent sur les fonds mutuels IPOs avec un échantillon correspondant de fonds mutuels non IPOs issue de la base de données « Morningstar²⁵ Direct ». Pour l'étude, nous nous intéressons qu'aux fonds qui investissent principalement dans les fonds d'actions américaines. Ce choix s'explique par le fait que le marché américain est émergent et possède d'importants actifs sous gestion, ce qui permet aux gestionnaires de fonds d'obtenir de meilleures performances.

Rappelons que notre étude porte particulièrement sur les fonds mutuels activement gérés. Alors, nous excluons tous les fonds indiciels, et regroupons uniquement les fonds qui investissent majoritairement et en moyenne 80 % et 105 % dans les actions ordinaires américaines²⁶, couvrant la période de janvier 1984 à décembre 2018²⁷. De plus, en excluant un certain nombre de biais existant²⁸, tel que le biais de sélection et de survivance, le biais de remplissage et d'incubation. Ainsi, nous filtrons nos données

²⁵Morningstar Direct est une base de données payante, offrant des informations détaillées sur des fonds investis. Elle est souvent utilisée pour développer, concevoir, sélectionner et contrôler plusieurs types d'investissements notamment les fonds négociés en bourse, fonds d'actions, les fonds ouverts et bien d'autres. L'accès à cette base de données est fourni par la directrice de recherche.

²⁶Les fonds d'actions américaines peuvent être identifiés à travers quatre types de codes, tels que les codes de politique, les codes d'objectif d'investissement général, les codes d'objectif d'investissement spécifique et les codes de politique d'investissement (Kacperszyk et al. 2008).

²⁷Notre échantillon prend fin en 2018, à cause de la disponibilité des données qui sont fournies par la directrice de mémoire.

²⁸Les biais représentent toutes les failles perçues au tour du fonds. Comme l'indisponibilité de nos données sur la base de données Morningstar.

pour permettre une meilleure composition de notre échantillon tel indiqué par Elton, Gruber et Blake (2001), et Fama et French (2010).

- Le biais de sélection et de survivance de notre échantillon participe à l'élimination du biais d'autosélection, en considérant les rendements des fonds à partir de la période 1984 (Elton, Gruber et Blake [2001]; Fama et French [2010]). Toutefois, le biais de survivance et de sélection concerne les fonds liquidés dont les rendements ne figurent plus dans la base donnée de Morningstar. Ainsi, nous traitons le biais de survie en excluant le critère « inclure uniquement les » dans la base de données Morningstar.
- Le biais de remplissage et d'incubation inclut des fonds qui ne sont pas totalement identifiés, mais qui existent avant la date de création. Nous éliminons donc les fonds qui ne mentionnent pas la période à laquelle les fonds sont créés, les fonds sans nom, mais qui figurent dans la base de données Morningstar, et les fonds qui ne mentionnent pas de date d'organisation déclarée comme le soulignent Elton, Gruber et Blake (2001); Kacperczyk, Sialm et Zheng (2008), et Evans (2010).

Aussi, nous identifions les fonds qui investissent dans les introductions en bourse, lorsque la variable *stratégie d'investissement* comprend les mots « IPO » ou « offre publique initiale ». Pour les autres variables de notre échantillon, nous suivons Barras, Scaillet et Wermers (2010) pour fournir une estimation fiable et efficace en excluant ainsi les fonds qui ne présentent pas au moins 60 observations.

Au total, notre échantillon se compose de 232 fonds mutuels IPOs tous constitués uniquement de fonds mutuels d'actions américaines à capital variable sous gestion active. Dans cet échantillon, figure plusieurs informations sur le fonds notamment le chiffre d'affaires, les dépenses mensuelles, les rendements mensuels, l'identifiant du fonds, le total net d'actifs, les dates de création et de la décision de sortie du fonds, le choix de la décision de sortie du fonds, l'identité du fonds (soit acquéreurs ou fonds cibles), le nom de la compagnie qui gère le fonds, etc., pour la période de janvier 1984 à décembre 2018.

À travers les différentes variables illustratives telles que « Obsolète Type », nous désignons les fonds qui sont liquidés ou fusionnés avec un autre fonds. Aussi, avec la variable « Obsolète Date » nous obtenons des informations précises sur la date de la décision de sortie des fonds. La variable « Merged Into Security », nous indique si la fusion des fonds a lieu intrafamille²⁹ ou interfamille. Aussi, nous considérons les variables dont les informations figurent sur Morningstar tels que la performance du fonds, l'âge du fonds, les dépenses, la taille du fonds et les flux des fonds.

L'âge du fonds représente la différence en mois entre la date de sa création et sa date actuelle du fonds. Suivant Sirri et Tufano (1998), nous calculons les flux de fonds en procédant comme suite :

$$FLUX_{i,t} = \frac{[TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}]}{TNA_{i,t}} - R_{i,t}$$

Avec $TNA_{i,t}$ l'actif net total du fonds à l'année t ; $TNA_{i,t-1}$ l'actif net total du fonds à l'année t-1 et $R_{i,t}$ le rendement du fonds à l'année t.

Afin d'effectuer une comparaison empirique avec les fonds conventionnels, nous utilisons un échantillon de fonds non IPOs correspondant avec les fonds IPOs. La collecte des données mensuelles des fonds non IPOs, prend en considération des critères très précis tels que de taille (TNA) et l'âge du fonds. Cet exercice est fréquent dans de nombreuses études comme celle de Mallin et al. (1995) et Bauer et al. (2005). Au total, l'échantillon correspondant comprend 143 fonds conventionnels. Les données sur le rendement, le chiffre d'affaires et les dépenses des fonds mutuels non IPOs sont calculés suivant les fonds IPOs.

²⁹Nous considérons qu'une décision de sortie de fonds est intrafamille lorsque le fonds acquéreur et le fonds cible ont le même « code de société de gestion », à l'inverse nous le considérons comme une décision de sortie interfamiliale.

Le tableau 5 ci-dessus donne une aperçue des caractéristiques moyennes des fonds cibles et acquéreurs. Les résultats affichent que la taille des fonds acquéreurs sont importants par rapport aux fonds cibles pour les deux types de fonds, mais particulièrement plus grands pour les fonds IPOs. Ce constat confirme les conclusions de Karoui et Kooli (2014).

Conformément à Andreu et Sarto (2016), nos chiffres révèlent que les fonds IPOs performant mieux que les fonds non IPOs. Nous mesurons ces résultats à travers leurs alphas dans le tableau 8. En revanche, les fonds IPOs sont plus jeunes et très sensibles aux fluctuations du marché que les fonds conventionnels, ce qui impacte également sur le total des flux nets particulièrement pour les fonds cibles. Ces résultats sont compatibles avec ceux de Kammoun et Tandja (2021).

Pour les flux sortants, nous expliquons cela par la mauvaise performance des fonds cibles, car les investisseurs sont sensibles lorsque les fonds performant difficilement comme le mentionne Linh (2021). De plus, le ratio des dépenses totales des fonds est élevé. Ces résultats s'accordent avec ceux de Barber et al. (2005) qui explique ces ratios à travers des différents frais tels que les frais d'entrée, les commissions, les frais de gestion et les coûts engendrés pour l'acquisition des fonds. De plus, les gestionnaires engagent des coûts importants pour promouvoir les jeunes fonds comme le soulignent Chevalier et Ellison (1997).

Tableau 5. Statistiques des caractéristiques moyennes des fonds IPOs et conventionnels.

Note : ce tableau présente les statistiques descriptives des rendements mensuels de 232 fonds mutuels IPO et 143 fonds non IPOs pour la période de 1984 à 2018 présentée sur deux panels : panel A et D pour l'acquéreur, panel B et E pour la cible, et le panel C et F pour les fonds liquidés. La statistique inclut la moyenne, l'écart type, le minimum (min), le maximum (max) et les percentiles des caractéristiques des fonds, tels que les rendements mensuels, l'actif net total (TNA), le ratio des frais annuels (dépenses) est déterminé en fonction des actifs investis, le chiffre d'affaires, l'âge des fonds et les flux de fonds.

	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Panel A : Caractéristiques de l'acquéreur des fonds mutuels IPOs				
Taille (Million \$)	193,053	665,641	0,009	7848,939
Rendements (%)	1,746	1,059	-0,762	9,405
Ratio des dépenses (%)	0,072	0,014	0,001	0,099
Chiffre d'affaires	2,375	9,742	0,003	16,774
Âge (Mois)	86,344	64,714	18,321	511,826
Flux	4,382	4,553	3,172	41,313
Panel B : Caractéristiques de la cible des mutuels fonds IPOs				
Taille (Million \$)	78,865	183,572	0,003	2984,744
Rendements (%)	1,067	1,447	-1,119	6,775
Ratio des dépenses (%)	0,097	0,022	0,001	0,127
Chiffre d'affaires	8,353	36,775	0,027	73,711
Âge (Mois)	58,577	40,861	12,645	498,945
Flux	11,204	29,174	4,072	215,833
Panel C : Caractéristiques des fonds IPOs liquidés				
Taille (Million \$)	64,565	73,342	0,001	1557,203
Rendements (%)	-0,143	0,037	-14,942	0,889
Ratio des dépenses (%)	0,020	0,006	0,001	0,670
Chiffre d'affaires	0,213	0,186	-4,453	1,092
Âge (Mois)	10,975	17,885	-8,119	58,901
Flux	5,185	11,077	3,967	113,902
Panel D : Caractéristiques de l'acquéreur des fonds mutuels conventionnels				
Taille (Million \$)	131,788	392,895	0,001	4382,129
Rendements (%)	0,778	0,981	-2,781	4,891
Ratio des dépenses (%)	0,043	0,009	0,001	0,076
Chiffre d'affaires	0,826	0,822	0,007	6,811
Âge (Mois)	88,762	102,983	-27,672	724,947
Flux	3,019	3,406	1,278	31,931
Panel E : Caractéristiques de la cible des fonds mutuels conventionnels				
Taille (Million \$)	51,256	93,657	0,001	873,382
Rendements (%)	0,357	0,699	-2,072	1,894
Ratio des dépenses (%)	0,041	0,015	0,001	0,122
Chiffre d'affaires	1,053	4,378	0,006	38,227
Âge (Mois)	72,018	68,383	23,787	850,046
Flux	5,816	13,348	1,157	178,242
Panel F : Caractéristiques des fonds conventionnels liquidés				
Taille (Million \$)	40,094	53,382	0,001	776,114
Rendements (%)	-0,116	0,007	-8,142	0,138
Ratio des dépenses (%)	0,023	0,045	0,001	1,803
Chiffre d'affaires	0,175	0,218	-1,561	0,921
Âge (Mois)	18,425	23,811	-14,192	101,335
Flux	4,013	7,166	1,544	156,183

5.2 Méthodologie

Comme Alda et al. (2020), ou Kammoun et Tandja (2021) et bien d'autres, nous nous basons sur le modèle à trois facteurs de Kenneth French pour calculer les rendements excédentaires à partir des variables indépendantes mensuelles disponibles gratuitement sur la page web³⁰ de Kenneth French sur la période de 1984 à 2018. Nous ajoutons le quatrième facteur de Carhart (1997) le *momentum* pour construire le modèle à quatre facteurs.

Notre échantillon se compose uniquement de fonds d'actions américaines, nous utilisons alors le bon de trésor à 1 mois comme indice de référence qui représente le taux sans risque (R_f) de nos actions provenant du site web de la banque du Canada. Aussi, nous utilisons le portefeuille de marché (R_m) qui représente le rendement mensuel pondéré de tous les titres disponibles sur le marché américain par rapport à la capitalisation de tous les titres considérés.

Nous utilisons les fonctionnalités du logiciel MATLAB « *matrix laboratory* » pour estimer les paramètres de nos équations ci-dessous. Ainsi, nous estimons la performance des fonds ajustée au risque en utilisant l'alpha du modèle de Carhart (1997). Aussi, nous utilisons la méthode des moindres carrés ordinaire (MCO³¹) pour estimer les coefficients et les termes d'erreurs. L'équation de Carhart (1997) se présente comme suit :

$$(1) \quad R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{Carhart} + \beta_{i,1} (R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_{i,2} (SMB_t) + \beta_{i,3} (HML_t) + \beta_{i,4} (MOM_t) + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $\alpha_{Carhart}$ l'alpha de Carhart ; β le bêta des actifs ; R_M le rendement mensuel du marché ; R_f le rendement sans risque ; $R_{i,t}$ le rendement mensuel du portefeuille ; SMB le facteur taille ; $\beta (SMB_t)$ représente le coefficient du facteur SMB ; HML le facteur valeur/croissance ; $\beta (HML_t)$ le coefficient du facteur HML ; MOM le facteur

³⁰https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

³¹Les MCO figurent parmi les méthodes les plus utilisées. En effet, elle permet de faire une estimation des paramètres qui convergent le plus possible des valeurs réelles, ce qui justifie notre choix. Pour ce faire, nous supposons que tous les paramètres utilisés sont tous efficaces. Cela sous-entend que les rendements de fonds mutuels IPOs sont indépendants et suivent une distribution normale avec le temps.

momentum ; β (MOM_t) le coefficient du facteur MOM ; $\beta_{i,1}$, $\beta_{i,2}$, $\beta_{i,3}$ et $\beta_{i,4}$ représentent les sensibilités associées ; $\varepsilon_{i,t}$ le terme d'erreur, et t le temps.

Le tableau ci-dessous affiche les résultats des rendements mensuels moyens des fonds IPOs et conventionnels du marché américain sur le modèle de Carhart. Le facteur SMB représente la différence entre le rendement des portefeuilles constitués de petites entreprises et des portefeuilles constitués de grandes entreprises qui montre que les fonds de placement plus petits sont plus performants sur le long terme. Le facteur HML est la différence de rendement entre les portefeuilles constitués selon des ratios BE/ME élevés et faibles qui représente le second facteur du modèle, puis indiquent que les titres de valeur tendent à surperformer par rapport aux titres de croissance. Le MOM indique que les fonds qui surperforment continuent à monter, et ceux qui sous-performent continuent à baisser. Nos statistiques sont présentées en pourcentages.

Nos résultats indiquent que le rendement du marché (RM) est très élevé (1,782 %) et très volatile (-44,203 % à 65,365 %). Aussi, la prime SMB (0,768 %) avec une volatilité de (-9,233 % à 11,328 %), et la prime MOM (0,074 %) avec une volatilité (-49 % à 38 %) sont élevées. En revanche, la prime HLM (-0,132 %) est plus faible. Par rapport aux fonds conventionnels, les résultats des primes respectives RM (0,978 %), SMB (0,184 %) et HLM (-0,098 %) et le MOM (0,115) sont plus faibles que celles contactées dans les fonds IPOs.

Tableau 6. Statistiques sommaires des fonds IPOs et conventionnels — rendements de quatre facteurs.

Note : ce tableau récapitule en pourcentage les statistiques des rendements mensuels du modèle à quatre facteurs pour la période de 1984 à 2018 des fonds IPOs (panel A) et conventionnels (panel B). Nous ajoutons la moyenne, l'écart type, le minimum, le maximum et les percentiles de la distribution.

	RM	SMB	HML	MOM
Panel A : Fonds IPOs				
Moyenne	1.782	0.768	-0.132	0.074
Écart-type	9.173	5.209	2.986	8.139
Min	-44.203	-9.23	-18.141	-49.241
Max	65.365	11.328	14.158	38.722
Panel B : fonds mutuels conventionnels				
Moyenne	0.978	0.184	-0.098	0.115
Écart-type	5.549	2.253	2.698	5.139
Min	-20.943	-5.358	-13.332	-36.226
Max	14.965	6.844	9.413	12.714

Les résultats du tableau ci-dessus soulignent que le facteur de marché (RM) est statistiquement significatif pour notre échantillon. Cela sous-entend que la taille des fonds IPOs évolue en général en fonction du marché, et que les gestionnaires de fonds accordent une plus grande importance au volume des fonds. De ce fait, le facteur SMB rapporte un rendement moyen positif. Ce qui indique que les fonds de grande taille performant mieux par rapport aux fonds de petite taille. Ces résultats contrastent avec ceux d'Andreu et Sarto (2016) expliquant que les petits fonds performant difficilement et rendent sa croissance très compliquée. De même, l'effet de valeur (HML) est également présent sur le marché ainsi que le *momentum*.

Nous effectuons un test de robustesse des rendements mensuels moyens sur le RM, SMB et HML dans le tableau ci-dessous rapportant que les résultats sont robustes par rapport au modèle à 4 facteurs.

Tableau 7. Statistiques sommaires des fonds IPOs et conventionnels — rendements de trois facteurs.

Note : ce tableau récapitule en pourcentage les statistiques des rendements mensuels du modèle à quatre facteurs, pour la période de 1984 à 2018 des fonds IPOs (panel A) et conventionnelle (panel B), où nous ajoutons la moyenne, l'écart type, le minimum, le maximum et les percentiles de la distribution.

	RM	SMB	HML
Panel A : Fonds IPOs			
Moyenne	1.782	0.768	-0.132
Ecart-type	9.173	5.209	2.986
Min	-44.203	-9.23	-18.141
Max	65.365	11.328	17.158
Panel B : fonds mutuels conventionnels			
Moyenne	0.978	0.184	-0.098
Écart-type	5.549	2.253	2.698
Min	-20.943	-5.358	-13.332
Max	14.965	6.844	9.413

6 Résultats empiriques

Cette session présente les résultats empiriques de l'étude composée de 232 fonds mutuels IPOs, tous constitués uniquement de fonds mutuels d'actions américaines à capital variable sous gestion active, pour la période de 1984 à 2018. L'échantillon compte 42 liquidations, 87 fonds acquéreurs (avec une moyenne de 1,96 acquisition par acquéreur entre 2004 et 2018) et 103 fonds mutuels américains non identifiés. La première liquidation a lieu en 2006, la première fusion en 2004, et la base de données prennent fin en 2021. Alors, nous excluons les fusions avant 2007 et après 2017 afin d'offrir une meilleure estimation de la performance ajustée au risque. Aussi, nous utilisons 36 mois de rentabilités historiques pour estimer les paramètres des performances. Plus précisément, nous considérons les rendements des fonds dans les trois années avant et après la date de la fusion. Ainsi, nous répartissons l'échantillon en deux groupes avec 46 fusions interfamiliales et fusions 41 intrafamiliales.

Dans le tableau 8, nous présentons des tests de différences moyennes entre les fonds d'acquisitions et les performances de leurs cibles entourant la fusion. Enfin, le tableau 9 rapporte les caractéristiques des fonds de l'acquéreur et de la cible entourant la fusion. Le tableau 10 présente la performance des fonds IPOs et non IPOs qui sont liquidés et les tests de différences moyennes. Tous les tableaux sont suivis de résultats des fonds non IPOs à titre de comparaison.

6.1 La performance des deux contreparties de la fusion

Nous utilisons une analyse multivariable pour évaluer les performances des fonds cibles et acquéreurs. Pour ce faire, nous considérerons les variables tels que l'âge, la taille et les flux des fonds qui sont susceptibles d'affecter la performance des fonds. Nous estimons les paramètres de la performance à partir de 72 observations sur 4 périodes : Période P2 (-36 à -13 mois avant la fusion) ; P1 (-24 à -1 mois avant la fusion) ; A1 (1 à 24 mois après la fusion) et A2 (13 à 36 après la fusion). En effet, nous considérons 2 ans et 3 ans avant et après la fusion. Étant donné que la période d'étude sélectionnée couvre la période de 1984 à 2018 et que la première fusion a lieu en 2004, nous excluons les fonds avant et après 2007 à 2017 et la base de données prend fin en

2021. Nous prenons en compte que les fonds présentant au moins 36 mois de rendement complet et considérons l'hétéroscédasticité des erreurs dans l'estimation des alphas. Les résultats des différentes performances sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Ces résultats soulignent que les fonds acquéreurs et les fonds cibles connaissent les sorties autour de la date de fusion. En effet, nous constatons que les fonds acquéreurs obtiennent de meilleurs résultats que les fonds cibles dans la période précédant la fusion. L'hypothèse 1,0 est alors vérifiée, car la moyenne des alphas est statistiquement significative avec des résultats de 0,761 % pour l'intervalle P2 et 0,688 % pour l'intervalle P1 de l'échantillon complet des fusions. Concernant les fusions interfamiliales et intrafamiliales, les différences moyennes des alphas sont égales à 0,618 % (0,717 %) pour l'intervalle P2 et 0,831 % (0,554 %) pour l'intervalle P1.

Quant à la performance des fonds conventionnels, nos résultats affichent aussi une amélioration des rendements après la fusion. La moyenne des alphas est statistiquement significative avec des résultats de 0,68 % pour l'intervalle P2 et 0,58 % pour l'intervalle P1 de l'échantillon complet des fusions. Pour les fusions interfamiliales et intrafamiliales, les différences moyennes des alphas sont égales à 0,568 % (0,649 %) pour l'intervalle P2 et 0,751 % (0,419 %) pour l'intervalle P1.

Pour l'échantillon complet et les fusions intrafamiliales la moyenne des alphas sont statistiquement significative. En ce qui concerne les fusions interfamiliales, la moyenne des alphas après la fusion sont statistiquement non significative quand l'amélioration de la performance des fonds. Ces résultats concordent avec ceux de Kammoun et Tandja (2021). Cependant, les fonds cibles semblent obtenir de mauvais résultats avant la date de fusion. Mais la performance du totales des fonds est améliorée après la fusion, ce qui n'est pas en accord avec les conclusions de Zalewska et Zhang (2020), qui stipulent que fonds présentent de mauvaises performances post-fusion. Alors, ces résultats montrent que la performance des fonds a un effet positif sur les sorties des fonds et contredisent alors l'hypothèse 1,1.

Nous concluons à travers ces résultats qu'en termes de structure de gestion, l'industrie américaine des fonds mutuels génère de meilleurs rendements post-acquisition de fonds acquéreurs. Cela s'explique par le fait que les fonds mutuels IPOs

bénéficient d'un accès préférentiel par certaines familles de fonds. En effet, ces familles obtiennent des traitements privilégiés de la part des souscripteurs, en ayant accès à des informations substantielles sur les opportunités d'investissements des IPOs (Reuter [2006] ; Hwang, Titman et Wang [2018]).

Tableau 8. Différences des performances entre les fonds cibles et les fonds acquéreurs.

Note : ce tableau traite la différence moyenne de performance des fonds (α) acquéreurs (A) et cibles (C) pour les fonds IPOs (panel A) et conventionnels (panel B), ainsi que la différence de performance entre les fonds IPOs et conventionnels autour de la fusion (panel C). Période P2 (-36 à -13 mois avant la fusion) ; P1 (-24 à -1 mois avant la fusion) ; A1 (1 à 24 mois après la fusion) et A2 (13 à 36 après la fusion). Toutes les statistiques sont en pourcentage sauf les p valeurs.

	Échantillon complet	Fusions interfamiliales	Fusions intrafamiliales
Panel A : Fonds IPOs			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.4427 (<.0001)	0.5109 (<.0001)	0.4249 (<.0001)
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.3551 (<.0001)	0.4765 (<.0001)	0.3191 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.4781 (<.0001)	0.3317 (0.2251)	0.5979 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.2892 (<.0001)	0.3083 (0.3077)	0.3196 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.7609 (<.0001)	0.6183 (<.0001)	0.8313 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.6788 (<.0001)	0.7169 (<.0001)	0.5547 (<.0001)
Panel B : Fonds conventionnels			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.3705 (<.0001)	0.4782 (<.0001)	0.3192 (<.0001)
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.3208 (<.0001)	0.4266 (<.0001)	0.2048 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.4018 (<.0001)	0.2954 (0.3516)	0.5596 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.2194 (<.0001)	0.2201 (0.3139)	0.2673 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.6805 (<.0001)	0.5678 (<.0001)	0.7509 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.5803 (<.0001)	0.6487 (<.0001)	0.4191 (<.0001)
Panel C : Différences de performances entre les fonds IPOs et conventionnels autour de la fusion			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.0722	0.0327	0.1057
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.0343	0.499	0.1143
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.0763	0.0363	0.0383
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.0698	0.0882	0.0523
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.0804	0.0505	0.0804
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.0985	0.0682	0.1356

6.2 Étude des caractéristiques des deux contreparties de la fusion

Le tableau ci-dessous présente les caractéristiques (la taille, les dépenses, le chiffre d'affaires et les flux) du fonds acquéreur et cible entourant la fusion. Pour la taille des fonds, nos résultats démontrent pour toutes les fusions que de la taille des fonds est plus importante par rapport aux fonds cibles avant la fusion. Mais nous remarquons que la taille des fusions interfamiliales reste quasiment constante. En effet, la littérature antérieure sur les fonds mutuels mentionne que les fusions interfamiliales n'offrent pas de performance supérieure pour attirer des actifs supplémentaires. En revanche, dans les fusions intrafamiliales figurent des résultats contradictoires, puisque la taille des fonds acquéreurs augmente et pourrait s'expliquer par l'acquisition des fonds cibles. D'après nos résultats, la taille de l'ensemble de notre échantillon et les fusions intrafamille connaissent une hausse des fonds acquéreurs par rapport aux fusions interfamilles qui connaît une baisse après la fusion. Ces conclusions répondent à l'hypothèse 4,0, et concordent avec les conclusions d'Andreu et Sarto (2016), McLemore (2019) et Kammoun et Tandja (2021).

Quant aux dépenses constatées pour l'acquisition des fonds, nos résultats soulignent que les années qui suivent la fusion, les dépenses engagées pour l'acquisition de fonds IPOs sont très élevées dans les trois années qui suivent la fusion. Cela s'explique par le fait que l'industrie américaine des fonds mutuels est très compétitive. Alors, cela encourage les gestionnaires de fonds à acquérir des fonds supplémentaires et engager d'énormes investissements pour faire le marketing du fonds fusionné. Reuter (2006) découvre une corrélation positive entre les fonds et les allocations IPOs telles que les frais de courtage entre les familles de fonds en lien avec les souscripteurs de fonds. Contrairement au marché canadien, les commissions ou des frais d'acquisition des fonds sont quasiment absents (Alpert et al., 2011). Cependant, les États-Unis offrent des commissions et les frais d'acquisitions qui peuvent engendrer des dépenses supplémentaires.

Aussi, les résultats sur le chiffre d'affaires sont significatifs pour l'ensemble de la fusion complète et pour les fusions interfamilles. Nous ne trouvons pas de résultats significatifs au niveau des fusions intrafamilles. Pourtant, nous constatons des améliorations du chiffre d'affaires dans les deux années suivant la fusion.

Avant la fusion, les flux moyens d'actifs pour les fonds cibles sont élevés pour l'ensemble des fusions. Cependant, dans les fusions interfamilles, on peut constater que les fonds acquéreurs réalisent des améliorations significatives des performances deux ans après la fusion. Dans les fusions interfamilles, on constate une légère amélioration des performances qui n'est pas statistiquement significative. Ces résultats sont en accord avec ceux trouvés par Linh (2021). C'est dans ce sens que Hwang, Titman et Wang (2018) affirment que les fonds réalisent de meilleures acquisitions, lorsque les gestionnaires de fonds réalisent efficacement une bonne sélection de titres.

Tableau 9. Caractéristiques des fonds cibles et acquéreurs autour des fusions des fonds mutuels IPOs et conventionnels.

Note : ce tableau traite les tests de différence moyenne des caractéristiques de l'acquéreur (A) et de la cible (C) 2 ans et 3 ans avant et après la fusion pour les fonds IPOs (panel A) et conventionnels (panel B). Les caractéristiques du fonds incluent l'actif net total (TNA), le ratio des frais annuels (dépenses), le chiffre d'affaires, les rendements mensuels, et les flux nets des fonds cibles et des fonds acquéreurs.

	Échantillon complet		Fusions interfamiliales		Fusions intrafamiliales	
	Écart des Moyennes	p-value	Écart des Moyennes	p-value	Écart des Moyennes	p-value
Panel A : Caractéristiques des fonds mutuels IPOs						
$TNA_{P2}^A - TNA_{P2}^C$	108,9015	<.0001	98,1207	<.0001	138,5702	<.0001
$TNA_{P1}^A - TNA_{P1}^C$	113,1245	<.0001	97,9431	<.0001	157,1542	<.0001
$TNA_{A2}^A - TNA_{P2}^A$	8,7621	<.0001	-0,4021	0,2711	11,7665	<.0001
$TNA_{A1}^A - TNA_{P1}^A$	21,4733	0,0001	0,3962	0,2315	32,5953	<.0001
$DEPENSES_{P2}^A - DEPENSES_{P2}^C$	-0,8751	0,0004	-0,6268	<.0001	-0,7209	0,0001
$DEPENSES_{P1}^A - DEPENSES_{P1}^C$	-0,6954	<.0001	-0,4187	<.0001	-0,5317	0,0037
$DEPENSES_{A2}^A - DEPENSES_{P2}^A$	-0,4447	<.0001	-0,1901	<.0001	-0,2769	0,0331
$DEPENSES_{A1}^A - DEPENSES_{P1}^A$	-0,2439	<.0001	-0,3377	<.0001	-0,2127	0,2804
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^C$	-8,5793	<.0001	-18,2773	<.0001	-11,4563	0,4209
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^C$	-15,994	<.0001	-22,9533	<.0001	-17,2247	0,0692
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{A2}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^A$	-11,3663	<.0001	-64,2462	<.0001	1,2557	0,3543
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{A1}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^A$	-7,4332	<.0001	-34,4673	<.0001	10,0463	0,8205
$FLUX_{P2}^A - FLUX_{P2}^C$	-2,4523	<.0001	-1,3222	0,3722	-3,5124	0,0001
$FLUX_{P1}^A - FLUX_{P1}^C$	-1,3034	<.0001	-0,7195	0,0073	-2,1561	<.0001
$FLUX_{A2}^A - FLUX_{P2}^A$	0,5432	0,6109	0,2883	0,8539	0,4432	0,3774
$FLUX_{A1}^A - FLUX_{P1}^A$	1,0453	0,0492	0,8852	0,3123	0,6788	0,0352
Panel B : Caractéristiques des fonds mutuels conventionnels						
$TNA_{P2}^A - TNA_{P2}^C$	94,0893	<.0001	61,1923	<.0001	115,8393	<.0001
$TNA_{P1}^A - TNA_{P1}^C$	109,204	<.0001	61,8198	<.0001	133,7384	<.0001
$TNA_{A2}^A - TNA_{P2}^A$	6,0112	<.0001	-1,4731	0,1491	9,4202	<.0001
$TNA_{A1}^A - TNA_{P1}^A$	11,9324	0,0003	0,6284	0,2071	14,2983	<.0001
$DEPENSES_{P2}^A - DEPENSES_{P2}^C$	-0,2935	0,0001	-0,1785	<.0001	-0,1479	<.0001
$DEPENSES_{P1}^A - DEPENSES_{P1}^C$	-0,2194	<.0001	-0,3122	<.0001	-0,1564	<.0001
$DEPENSES_{A2}^A - DEPENSES_{P2}^A$	-0,0641	<.0001	-0,0781	0,0001	-0,0673	0,0005
$DEPENSES_{A1}^A - DEPENSES_{P1}^A$	-0,0522	<.0001	-0,0377	<.0001	-0,0143	0,0158
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^C$	-7,285	0,0267	-14,2925	0,0213	-6,0823	0,3392
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^C$	-12,5841	0,7178	-18,0293	0,1881	-10,7803	0,0474
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{A2}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P2}^A$	-20,7821	0,0003	-62,2901	<.0001	0,7926	0,4978
$CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{A1}^A - CHIFFRE\ D'AFFAIRES_{P1}^A$	-11,8987	0,0012	-36,7838	<.0001	2,4512	0,6504
$FLUX_{P2}^A - FLUX_{P2}^C$	-3,8292	<.0001	-0,0839	0,4912	1,2383	0,0001
$FLUX_{P1}^A - FLUX_{P1}^C$	-1,0139	<.0001	-0,1917	0,0125	-1,2805	<.0001
$FLUX_{A2}^A - FLUX_{P2}^A$	0,3924	0,5517	0,2738	0,9492	0,3877	0,2783
$FLUX_{A1}^A - FLUX_{P1}^A$	0,7847	0,0311	0,4673	0,4701	0,4182	0,0375

6.3 Les déterminants de la décision de liquidation

Nous concluons à travers nos résultats du tableau ci-dessous, que les décisions de liquidations sont motivées par le désir de fermer certains fonds inefficaces, car les fonds cibles présentent de mauvais résultats et ne sont pas performants comme les fonds acquéreurs avant la date de la fusion. Alors, les promoteurs de fonds préfèrent liquider ces fonds qui performant difficilement, pour ne pas entacher l'image des autres fonds. Zhao (2005) explique que les décisions de liquidations sont une des meilleures stratégies adoptées par les gestionnaires de fonds pour mettre fin aux fonds qui n'attirent pas assez de l'intérêt envers les investisseurs. Nous vérifions cette hypothèse, et nos résultats coïncident avec ceux de Jayaraman et al. (2002), démontrant que la décision de liquidation des fonds est fréquente chez les fonds qui présentent de mauvaises performances financières.

Aussi, l'âge des fonds en particulier les fonds plus jeunes, subissent des décisions liquidations, car ils performant difficilement. Cette mauvaise performance est significative et représente une raison suffisante pour les gestionnaires de fonds de liquider ces fonds pour éviter des frais de gestions qui sont très coûteux. Ce test est significatif au seuil de 1 % et vérifie l'hypothèse 3,0 et l'hypothèse 3,1. Aussi, Zhao (2005) trouve les mêmes résultats dans son étude et considère que les fonds jeunes qui présentent de mauvais résultats ou qui ne sont pas performants sont liquidés parce qu'ils subissent des notations. Ces notations sont disponibles principalement pour les fonds présentant au moins trois années d'existence. Alors, pour éviter ce mauvais classement sur la base de données de *Morningstar*, ces fonds sont liquidés.

Comme Jayaraman et al. (2002), nos résultats sont significatifs et démontrent que les petits volumes de fonds connaissent les décisions de liquidations. Ainsi, la taille des fonds est très importante pour réaliser des économies d'échelles. Nous confirmons alors ce résultat qui rejette ainsi l'hypothèse 4,0.

Tableau 10. Performance des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de liquidation.

Note : ce tableau présente les performances des fonds IPOs et conventionnels qui sont liquidés pour les fonds de la même famille et interfamille. Le α_{p2} correspondant à 3 années avant la liquidation, et le α_{p1} pour 2 ans avant la liquidation. Nos statistiques sont présentées en pourcentages, sauf les p-valeurs qui sont entre parenthèses.

	Échantillon complet	interfamiliales	intrafamiliales
Panel A : Fonds IPOs			
α_{p1}	0.1214 (<.0001)	0.1588 (<.0001)	0.1022 (<.0001)
α_{p2}	0.1085 (<.0001)	0.1275 (<.0001)	0.0961 (<.0001)
Panel B : Fonds conventionnels			
α_{p1}	0.1088 (<.0001)	0.1174 (<.0001)	0.0821 (<.0001)
α_{p2}	0.0916 (<.0001)	0.1015 (<.0001)	0.0629 (<.0001)
Panel C : Différences de performances entre les fonds IPOs et conventionnels liquidés			
α_{p1}	0.0126	0.0414	0.0201
α_{p2}	0.0169	0.0260	0.0332

6.4 Les déterminants de la décision de la fusion

Les résultats du tableau 8 montrent que les fusions sont motivées par la recherche d'une meilleure croissance et la volonté de se débarrasser des fonds qui ne sont pas performants, en particulier les fonds cibles inefficaces. Les résultats que nous trouvons sont les mêmes que ceux de Khorana et al. (2007). En revanche, nous constatons que les fonds acquéreurs sont performants durant la période suivant la fusion. Les fonds cibles obtiennent de mauvais résultats et sont beaucoup moins performants que les fonds acquéreurs au cours des trois années qui précède la fusion. Ces résultats confirment les conclusions de Jayaraman et al. (2002). Aussi, la performance post-acquisition impacte les familles de fonds notamment les fusions intrafamiliales. Zhao (2005) mentionne que les fonds présentant des performances médiocres sont très

souvent fusionnés avec d'autres fonds de la même famille, ce résultat est vérifié à travers nos résultats qui répondent à l'hypothèse 2,0.

Dans le contexte, nous vérifions l'hypothèse 2,1 selon laquelle les acquisitions de mêmes familles requièrent d'une meilleure performance des deux contreparties. En effet, les fonds appartenant à la famille de fonds permettent un meilleur contrôle et servent de stratégies pour attirer davantage de ressources. Nos résultats sont conformes avec ceux de Kacperczyk et al. (2005) et Kolokolova (2011). Ainsi, les gestionnaires de fonds arrivent à saisir de meilleures opportunités d'investissements à cause des informations qu'elles détiennent, en particulier les fonds cibles issus de la même famille (Reuter, 2006). Conformément à Ding (2006), nos résultats démontrent qu'au cours de la période qui précède la fusion, les fonds cibles enregistrent des sorties de fonds très importantes. Nous justifions cette situation par le fait que la grande motivation des fusions des fonds mutuels IPOs est la recherche de nouveaux investisseurs.

Aussi, l'âge des fonds influence sur la décision de fusion. D'après nos résultats, nous constatons que les fonds cibles sont plus jeunes que les fonds acquéreurs. Pour Zhao (2005), la performance des fonds plus jeune pourrait inciter une famille de fonds à se débarrasser de ces fonds pour éviter les mauvaises réputations.

De plus, nous relevons que les fusions se produisent en grande majorité chez les fonds plus petits puisqu'après la fusion, nous constatons que les fonds acquéreurs sont plus importantes que les fonds cibles. Ce résultat est significatif au seuil de confiance de 1 %. Alors, la taille des fonds peut être déterminante dans la décision de fusion des fonds. Ce résultat est également constaté avec ceux trouvés par Andreu et Sarto (2016) expliquant que les petits fonds performant difficilement et rend sa croissance très compliquée, et qu'une acquisition de ces fonds impact moins sur la performance des familles de fonds. Dans le même sens, Jayaraman et al. (2002) remarquent que les fusions peuvent être motivées par l'envie de réaliser des économies d'échelles, ce qui justifie l'importance de la taille des fonds autour de la fusion. Ces conclusions confirment la véracité de l'hypothèse 4,0.

7 Test de robustesse

Dans cette section, nous testons par curiosité le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) afin de vérifier la rigueur de nos résultats. Les résultats que nous voulons revisiter sont ceux du tableau 8 et 10 à savoir, la performance entre les fonds cibles et les fonds acquéreurs des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de fusion, et la performance des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de liquidation.

L'équation du modèle de Fama et French (1993) :

$$(2) \quad R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{Jensen} + \beta_i(R_m - R_f) + s_iSMB + h_iHML + \varepsilon_i$$

Avec : R_i le rendement espéré du titre ; α_{Jensen} l'alpha de Jensen ; R_f le rendement sans risque ; β_i la sensibilité du titre par rapport au marché ; R_m le rendement réalisé du marché ; s_i représente la taille ; SMB (en anglais Small Minus Big) qui prouve que les fonds de placement plus petits sont plus performants sur le long terme ; h_i la valeur comptable/valeur marché ; HML (en anglais High Minus Low) représente le facteur valeur/croissance, et ε_i désigne le terme d'erreur.

Les résultats des tests ci-dessous sont robustes au modèle de Carhart (1997). En effet, nous ne trouvons aucun alpha différent du modèle à quatre facteurs. Ces résultats sont conformes à ceux de Jayaraman et al. (2002) et montrent l'amélioration des fonds cibles après la fusion. Aussi, nos résultats soutiennent ceux de Nain et Yao (2013) par rapport aux fusions de l'échantillon complet et intrafamilles. Nous concluons qu'il y'a des améliorations statistiquement significatives de la performance des fonds d'acquisitions après la fusion et que les fusions intra-familles sont plus importantes que les fusions interfamilles. De plus, nos résultats du test de différences des moyennes concluent que les fonds conventionnels performant moins que les fonds IPOs.

Tableau 11. Différences de performances entre fonds cibles et fonds acquéreurs des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de fusion.

Note : ce tableau traite la différence moyenne de performance des fonds (α) acquéreurs (A) et cibles (C) pour les fonds IPOs (panel A) et conventionnels (panel B). Période P2 (-36 à -13 mois avant la fusion) ; P1 (-24 à -1 mois avant la fusion) ; A1 (1 à 24 mois après la fusion) et A2 (13 à 36 après la fusion). Toutes les statistiques sont en pourcentage sauf les p valeurs.

	Échantillon complet	Fusions interfamiliales	Fusions intrafamiliales
Panel A : Fonds IPOs			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.4427 (<.0001)	0.5109 (<.0001)	0.4249 (<.0001)
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.3551 (<.0001)	0.4765 (<.0001)	0.3191 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.4781 (<.0001)	0.3317 (0.2251)	0.5979 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.2892 (<.0001)	0.3083 (0.3077)	0.3196 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.7609 (<.0001)	0.6183 (<.0001)	0.8313 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.6788 (<.0001)	0.7169 (<.0001)	0.5547 (<.0001)
Panel B : Fonds conventionnels			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.3705 (<.0001)	0.4782 (<.0001)	0.3192 (<.0001)
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.3208 (<.0001)	0.4266 (<.0001)	0.2048 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.4018 (<.0001)	0.2954 (0.3516)	0.5596 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.2194 (<.0001)	0.2201 (0.3139)	0.2673 (<.0001)
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.6805 (<.0001)	0.5678 (<.0001)	0.7509 (<.0001)
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.5803 (<.0001)	0.6487 (<.0001)	0.4191 (<.0001)
Panel C : Différences de performances entre les fonds IPOs et conventionnels autour de la fusion			
$a_{P2}^A - a_{P2}^C$	0.0722	0.0327	0.1057
$a_{P1}^A - a_{P1}^C$	0.0343	0.499	0.1143
$a_{A2}^A - a_{P2}^A$	0.0763	0.0363	0.0383
$a_{A1}^A - a_{P1}^A$	0.0698	0.0882	0.0523
$a_{A2}^A - a_{P2}^C$	0.0804	0.0505	0.0804
$a_{A1}^A - a_{P1}^C$	0.0985	0.0682	0.1356

Le tableau suivant indique aussi la robustesse des résultats de Fama et French (1993) au modèle de Carhart (1993) autour de la période de liquidation. Ces résultats sont statistiquement significatifs, et la différence des moyennes des fonds liquidés indique les fonds IPOs connaissent plus de liquidations que les fonds conventionnels.

Tableau 12. Performance des fonds IPOs et conventionnels autour de la décision de liquidation.

Note : ce tableau présente les performances des fonds IPOs et conventionnels qui sont liquidés pour les fonds de la même famille et interfamille. Le α_{p2} correspondant à 3 années avant la liquidation, et le α_{p1} pour 2 ans avant la liquidation. Nos statistiques sont présentées en pourcentages, sauf les p-valeurs entre parenthèses.

	Échantillon complet	interfamiliales	intrafamiliales
Panel A : Fonds IPOs			
α_{p1}	0.1214 (<.0001)	0.1588 (<.0001)	0.1022 (<.0001)
α_{p2}	0.1085 (<.0001)	0.1275 (<.0001)	0.0961 (<.0001)
Panel B : Fonds conventionnels			
α_{p1}	0.1088 (<.0001)	0.1174 (<.0001)	0.0821 (<.0001)
α_{p2}	0.0916 (<.0001)	0.1015 (<.0001)	0.0629 (<.0001)
Panel C : Différences de performances entre les fonds IPOs et conventionnels liquidés			
α_{p1}	0.0126	0.0414	0.0201
α_{p2}	0.0169	0.0260	0.0332

8 Conclusion

La littérature tire des conclusions très intéressantes sur les décisions de sorties des fonds mutuels. En effet, elle souligne que les fusions ont lieu lorsque les gestionnaires ou les promoteurs désirent « dissimiler » le mauvais rendement des fonds à défaut de réaliser des économies d'échelles. De plus, elle trouve que la performance des fonds s'améliore difficilement après la fusion, et les investisseurs encourent d'énormes risques lorsqu'ils participent aux fusions de fonds. Elle souligne également que les gestionnaires se servent parfois du « prétexte » de la fusion plutôt que la liquidation pour fermer de certains fonds, principalement les fonds inefficaces qui ne représentent plus de l'intérêt pour les investisseurs.

Alors, l'objectif de cette étude est d'analyser les décisions de sorties des fonds mutuels IPOs. Nous décidons d'apporter une lumière sur les déterminants et les effets de sorties des fonds, en menant particulièrement nos recherches sur le marché des fonds d'actions américaines à capital variable sous gestion active. Nous justifions ce choix par le fait que le marché américain est très compétitif, émergent et possède d'importants actifs sous gestion. Par une analyse empirique, nous comparons statistiquement les fonds conventionnels avec les fonds IPOs, en effectuant un match d'échantillon composé de 143 fonds non IPOs reposant sur la taille et l'âge des fonds. Nous nous appuyons sur la littérature pour effectuer le choix des données. Ainsi, nous estimons nos équations en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) et le modèle de Carhart (1997). Le modèle de Fama et French (1993) sert à vérifier la robustesse de nos résultats.

Nos résultats soulignent que les décisions de sorties des fonds mutuels IPOs sont purement « stratégiques », puisque nous remarquons la présence d'allocations de fonds. Alors, derrière la décision de sortie, les gestionnaires sont déterminés à optimiser le rendement en éliminant les fonds qui freinent la maximisation de leurs résultats. Dans ce contexte, ces conclusions ne valident pas les hypothèses selon lesquelles l'âge, la taille et la performance des fonds mutuels IPOs n'ont pas d'impact sur les décisions de sorties des fonds mutuels IPOs. Nos résultats révèlent que les petits fonds et les jeunes fonds subissent le plus souvent des décisions sorties à cause de leurs mauvaises performances.

Aussi, nous constatons une amélioration de la performance des fonds acquéreurs et les fonds cibles après la fusion. Par rapport aux familles des fonds, nous trouvons que

les fusions se déroulent fréquemment dans les grandes familles plutôt que les familles plus petites. Aussi, les acquisitions à l'intérieur d'une même famille nécessitent une meilleure performance pour les deux contreparties de l'acquisition, comparativement aux acquisitions entre deux familles différentes de fonds. Enfin, en comparant les fonds conventionnels aux fonds IPOs, nos résultats soulignent que les fonds IPOs performant mieux et connaissent très souvent des décisions de sorties contrairement aux fonds mutuels conventionnels.

Ces conclusions correspondent avec celles documentée par Gaspar, Massa, et Matos (2006) ; Reuter (2006) ; Massa, Reuter et Zitzewitz (2010) et Hwang, Titman et Wang (2018) sur les fonds mutuels IPOs. Cependant, ces résultats pourraient avoir une forte incidence sur les parties prenantes (gestionnaires, les régulateurs et les investisseurs). Plusieurs facteurs sont évoqués dans cette littérature parmi lesquelles figurent la taille des fonds, l'âge des fonds, les flux des fonds et les rendements. Tous ces aspects concourent à expliquer d'une certaine façon la décision de l'acquisition ou liquidation des fonds. Ainsi, les gestionnaires de fonds pourraient assister à une baisse des actifs sous gestion lorsqu'ils décident de liquider certains fonds ou lorsqu'ils apportent des changements sur leurs stratégies d'investissements sans prêter attention à la réaction des investisseurs. De plus, il est possible que certains fonds sortent de leurs mauvaises performances. Alors, une décision de sortie active pourrait manquer l'occasion aux gestionnaires d'assister à la relève de ces fonds (Lapatto et Puttonen, 2018).

Cette étude présente quelques limites. En effet, la recherche s'appuie uniquement sur la décision de sorties des fonds d'actions. Un échantillon plus large composé de fonds d'actions et obligations serait intéressant, avec des mesures de performances autres que les mesures standards utilisées dans cette recherche (Fama et French (1993) ; Carhart (1997)). Aussi, nos données sont traitées sur une base mensuelle prenant fin en 2018, avec des opportunités d'investissements axées uniquement sur le marché américain.

Nous considérons cette étude comme une continuité des travaux d'Alda et al. (2020). Comme extension de ce mémoire, il serait intéressant d'analyser la réaction des investisseurs sur les décisions de sorties de fonds mutuels IPOs, en testant d'autres mesures de performances, puis en ciblant d'autres marchés tels que le marché des fonds d'actions canadiennes. Dans les recherches ultérieures, ceci pourrait servir de piste.

9 Références

- Ackermann, C., McEnally, R., and Ravenscraft, D. (1999). "The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives". *The Journal of Finance*, 54(3), 833-874.
- Alami, I., Issam E. I. (2020). "Contribution à la crise de l'impact de la crise sanitaire covid-19". 2, 2665-815.
- Alda, M., Muñoz, F., and Vargas, M. (2020). "Socially responsible mutual fund exits decisions". *Business Ethics: A European Review*, 29, 82-97.
- Alda, M. (2018). "A strategic fund family business decision: The pension fund liquidation". *Journal of Business Research*, 91, 248-265.
- Alpert, B., Rekenhaller, J., et Suh, S. (2013). "Global fund investor experience". Morningstar research papers.
- Andreu, L. and Sarto, J.L. (2016), "Financial consequences of mutual fund mergers", *The European Journal of Finance*, Vol. 22 No. 7, pp. 529-550.
- Bailey, W., Kumar, A., and Ng, D. (2011). "Behavioral biases of mutual fund investors". *Journal of Financial Economics*, 102, 1-27.
- Barber B. M., Odean T., and Zheng L. (2005). "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows". *Journal of Business*, 78 (6), p. 2095-2120.
- Barras, L., Scaillet, O., et Wermers, R. (2010). "False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas". *Journal of Finance*, 65(1), 179-216.
- Bauer, Rob, Koedijk, Kees, Otten, Roger (2005). "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, p. 1751-1767.

Bellando R. et Tran-Dieu L. (2011). “La relation entre les flux d’entrée nets et performance des fonds : Une étude appliquée au cas des OPCVM actions françaises”. *Revue économique*, vol. 62, N.2, p. 255-275.

Berk, J. B. (2005). “Five Myths of Active Portfolio Management”. *Journal of Portfolio Management*, 27.

Blake, C. R.; E. Elton and M. J. Gruber (1993). “The Performance of Bond Mutual Funds”. *Journal of Business*, 66:3, 370— 403.

Brown, S. J., and Goetzmann, W. N. (1995). “Performance persistence”. *The Journal of Finance*, 50(2), 679-698.

Brown, S. J., Goetzmann, W. N., and Park, J. (2001). “Careers and survival: Competition and risk in the hedge fund and CTA industry”. *The Journal of Finance*, 56(5), 1869-1886.

Buttime, R. J. Hyland D. and Sander A. (2005). “REITs, IPOs waves and long-run performance”. *Journal of Financial analyst*. Vol 65, N. 65.

Carhart, Mark M. (1997). “On persistence in mutual fund performance”. *Journal of Finance*, 57-82.

Chalmers, J., R. Edelen, and G. Kadlec (1999). “Mutual Fund Trading Costs, Working Paper 027-99, The Wharton School, University of Pennsylvania.

Chen, Z., and P. Knez (1996). “Portfolio Performance Measurement: Theory and Applications”. *Review of financial study*, 9 (1996), pp. 511-555.

Chen, H., N. Jegadeesh, and R. Wermers (2000). “An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35:343-68.

Chevalier J. Et Ellison G. (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, 105 (6), p. 1167-1200.

Chuan Y. H., Titman S., and Wang Y. (2018). “Is It Who You Know or What You Know? Evidence from IPO Allocations and Mutual Fund Performance”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 53, No. 6, Pp. 2491-2523.

Cremers, M., and A. Petajisto (2006). “How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance”. Working Paper, Yale University.

Cremers, K. J. M., and A. Petajisto (2009). “How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance.” *Review of Financial Studies*, 22, 3329-3365.

Dickson, M., J. Shoven, and C. Sialm (2000). “Tax Externalities of Equity Mutual Funds”. *National Tax Journal* 53, 607-628.

Ding, B. (2006). “Mutual fund mergers: A long-term analysis”. Working paper.

Dittmar, K. (2008). “The timing of financing decisions: An examination of the correlation in financing waves”. Vol. 90, 59-83.

Elton, E. J., Gruber, M. J., and Blake, C. R. (1996). “Survivor bias and mutual fund performance.” *The Review of Financial Studies*, 9(4), 1097-1120.

Elton, E. J., Gruber, M. J., et Blake, C. R. (2001). “A first look at the accuracy of the CRSP mutual fund database and a comparison of the CRSP and Morningstar mutual fund databases”. *Journal of Finance*, 56(6), 2415-2430.

English, P. C., Demiralp, I., and Dukes, W. P. (2011). “Mutual fund exits and mutual fund fees”. *Journal of Law and Economics*, 54(3), 723-749.

Fama Eugene F. et French Kenneth R. (2010). “Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns”. *Journal of Finance* 65(5), 1915–1947.

Fama, E., et French, K. (1993). “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Ferson, W., and K. Khang, 2002, "Conditional Performance Measurement Using Portfolio Weights: Evidence for Pension Funds". *Journal of Financial Economics*, 65.

Ferson, W., and R. Schadt (1996). "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions". *Journal of Finance*, 51, N. 2, 425-461.

Gaspar, J., M. Massa, and P. Matos (2006). "Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization". *Journal of Finance* 61, 73-104.

Glosten, L. R. and Jagannathan, R. (1994). "A contingent claim approach to performance evaluation". *Journal of Empirical Finance*, Elsevier, vol. 1 (2), pp. 133-160

Goetzmann, N., Z. Ivkovic, and G. Rouwenhorst (2001). "Day Trading International Mutual Funds: Evidence and Policy Solutions". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(3), 287-309.

Grinblatt, M., and Titman, S. (1989). "Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings". *Journal of Business*, 62(3), 393-416.

Grinblatt, M., and S. Titman (1993). "Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns". *Journal of Business* 66, 47-68.

Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers (1995). "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior". *American Economic Review* 85, 1088-1105.

Grinblatt, M. and Titman S. (1998). "Financial Market and Corporate Strategy", Irwin McGraw-Hill, p. 86-87.

Gruber, Martin J. (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *The Journal of Finance*, 51, pp. 783–810.

Hwang, C. Y., S. Titman, and Y. Wang (2018). "Investor tastes, corporate behavior and stock returns: An analysis of corporate social responsibility". Working Paper.

Hendricks, Darryll, J. Patel, and R. Zeckhauser (1993). "Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of performance". 1974-88, *Journal of Finance* 48, 93-130.

Houemavo Y. (2015). " Étude des phénomènes de grand standing et de market timing sur la décision des jeunes firmes de capitaux de risque d'introduire une compagnie en bourse", 70.

In, F., Kim, M., Park, R. J., Kim, S., and Kim, T. S. (2014). "Competition of socially responsible and conventional mutual funds and its impact on fund performance". *Journal of Banking and Finance*, 44, 160-176.

Ippolito, R. (1989). "Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance". *Quarterly Journal of Economics*, 104, 1-23

Jayaraman, N., Khorana, A., and Nelling, E. (2002). "An analysis of the determinants and shareholder wealth effects of mutual fund mergers". *The Journal of Finance*, 57(3), 1521-1551.

Jegadeesh, N., M. Weinstein and I. Welch. (1993). "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*, 34 (1993), 153-175.

Jensen, M. C., Ruback R.S. (1983). "The market for corporate control: the scientific evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 5-50.

Jensen, M. (1968). "The performance of mutual funds in the period 1945-1964". *Journal of Finance*, 23(2), 389-416.

Jiang, G. T., Yao T., Yu T. (2007). "Do mutual funds time the market? Evidence from portfolio holdings". *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 724-758.

Joliet, R., and Titova, Y. (2018). "Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions". *Journal of Banking and Finance*, 97, 70-86.

Kacperczyk, M., C. Sialm, and L. Zheng (2005). "On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds". *Journal of Finance* 60, 1983-2011

Kammoun, M., Djerry C. M. (2021). "The Underperformance of Acquiring Mutual Funds: A Re-Examination of a Puzzle". *International Journal of Economics and Finance*, Vol.13, No. 7.

Kacperczyk, M.; C. Sialm; and L. Zheng (2005). "On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds". *Journal of Finance*, 60, 1983-2011.

Kacperczyk, M., and A. Seru (2007). "Fund Manager Use of Public Information: New Evidence on Managerial Skills". *Journal of Finance* 62, 485-528.

Kacperczyk, M.; C. Sialm; and L. Zheng (2008). "Unobserved Actions of Mutual Funds." *Review of Financial Studies*, 21, 2379-2416.

Kaprielyan, M., Hossain, M. M., and Danso, C. A. (2020). "Mutual fund trading around mergers and fund performance". *International Journal of Managerial Finance*, 16 (1), 1.

Karoui, A., and Kooli, M. (2014). "Diversification versus concentration motives in mutual fund mergers". *Journal of Wealth Management*, 17(2), 9-18.

Khorana, A., Tufano, P., and Wedge, L. (2007). "Board structure, mergers, and shareholder wealth: A study of the mutual fund industry". *Journal of Financial Economics*, 85(2), 571-598.

Kim, M., and Ritter, J.R. (1999). "Valuing IPOs". *Journal of Financial Economics*, 53, 409-437.

Kosowski, R., A. Timmermann, H. White, and R. Wermers (2006). "Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis". *Journal of Finance* 61, 2551-595.

Kolokolova, O. (2011). "Strategic behavior within families of hedge funds". *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1645-1662.

Lai, C. (2016). "Independent directors and favoritism: When multiple board affiliations prevail in mutual fund families". *Financial Management*, 45(3), 529-582.

Lapatto A. and Puttonen V. (2018). "Life After Death: Acquired Fund Performance". *Managerial Finance*, 44 (3), p. 389-402.

Lehmann, B. N., and Modest, D. M. (1987). "Mutual fund performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons". *Journal of Finance*, 42 (2), 233-265.

Linh T. D. (2021). "Comportement des investisseurs à l'égard des fusions de fonds". *Revue économique*, Vol. 72, n°3, pp. 521-548.

Ljungqvist, A.P., and W.J. Wilhelm (2003). "IPO pricing in the dot-com bubble". *Journal of Finance* 58, 723-752.

Malkiel, Burton G. (1995). "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991". *The Journal of Finance*, 50, pp. 549-572.

Mallin, Christine A., Saadouni, Brahim, Briston, R. J. (1995). "The financial performance of ethical investment funds". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, N° 4, p. 482-496.

Massa, M. (2003). "How do Family Strategies Affect Fund Performance? When Performance-Maximization is not the only Game in Town". *Journal of Financial Economics*, 67 (2), p. 249-304.

McLemore, P. (2019). "Do mutual funds have decreasing returns to scale? Evidence from fund mergers". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(4), 1683-1711.

Muñoz, F. (2019). “The smart money effect among socially responsible mutual fund investors”. *International Review of Economics and Finance*, 62, 160-179.

Muñoz, F., Vargas, M., and Marco, I. (2014). “Environmental mutual funds: Financial performance and managerial abilities”. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 551-569.

Nain, A., and Yao T. (2013). “Mutual fund skill and the performance of corporate acquirers”. *Journal of Financial Economics*, 110, 437-456.

Nanda, V., Z. J. Wang, and L. Zheng (2004). “Family Values and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families”. *Review of Financial Studies* 17(3), 667-98.

Namvar, E., and Phillips, B. (2013). “Commonalities in investment strategy and the determinants of performance in mutual fund mergers”. *Journal of Banking and Finance*, 37(2), 625–635.

Pastor, L., and R. F. Stambaugh (2002). “Investing in Equity Mutual Funds”. *Journal of Financial Economics*, 63, 351-80.

Park, M. (2013). “Understanding merger incentives and outcomes in the U.S. mutual fund industry”. *Journal of Banking and Finance*, 37(11), 4368-4380.

Peter, L. (2011). “Mutual Fund Performance and Performance Persistence: The Impact of Fund Flows and Manager Changes”, 588 p.

Revelli, C., and Viviani J. L. (2015). “Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned”? *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185.

Reuter, J. (2006). “Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds”. *Journal of Finance* 61, 2289-324.

Ritter, Jay R., and Ivo Welch (2002). “A Review of IPO Activity, Pricing, And Allocations”. *Journal of Finance* 57, 1795-1828.

Ritter, Jay R. (1991). "The Long Run Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance* 46, 3-28.

Ritter, J. R., and D. Zhang (2007). "Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Economics*, 86, 337-368.

Rompotis, G., (2013). "Actively vs. Passively Managed Exchange Traded Funds. *Journal of Finance*, 6, 116-135.

Rompotis G., (2020). "A performance evaluation of smart beta exchange traded funds". *Journal of financial markets and derivatives*, vol. 7, p.124-162.

Rompotis, G.G. (2020). "Actively versus passively managed equity ETFs: new empirical insights", *Int". J. Banking, Accounting and Finance*, Vol. 11, No. 1, pp.95-135.

Sharpe, W. F. (1966). "Mutual fund performance". *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.

Stark, Hankins (2005). "Online Road Shows: Past, Present, And Future". *Journal of Internet Law*, 3, p.11.

Szpiro D. (1996). *La gestion des performances des entreprises : quel est l'apport de la cotation en bourse ? Étude avec KPMG et la SBF-Bourse de Paris dans le cadre de la Rexecode*, 32 p.

Treynor, J. L. (1965). "How to rate management of investment funds". *Harvard Business Review*, 43 (1), 63-75.

Treynor, J.L. and K. Mazuy. (1966). "Can Mutual Funds Outguess the Market?". *Harvard Business Review*, vol. 44, p. 131-136.

Tse, Y., and Matinez V (2007). "Price discovery and informational efficiency of international iShares funds". *Global of finance journal*, vol 18 (1), pp.1-15.

Wermers, Russ (1996). "Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias". Working paper, Graduate School of Business and Administration, University of Colorado at Boulder, Boulder, Col.

Wermers, R. (2000). "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses". *Journal of Finance* 55, 1655-703.

Zalewska, A. A., and Zhang, Y. (2020). "Mutual funds exit". *Financial crisis and Darwin. Journal of Corporate Finance*, 65, 1-26.

Zhao, X. (2005). "Exit decision in the U.S. mutual fund industry". *The Journal of Business*, 78(4), 1365-1401.