

## Faut-il inciter les particuliers à détenir des actions en direct ?

### Les actionnaires individuels et la crise

Pendant la crise financière de 2007-2008, les investisseurs individuels ont vendu leurs OPCVM actions, alors qu'ils ont cessé d'être vendeurs nets d'actions en direct. La première tendance est cohérente avec la perception traditionnelle des investisseurs individuels comme étant prompts à fuir en cas de turbulence sur les marchés financiers. Cette perception se nourrit de nombreux épisodes historiques, à commencer par la faillite de la Banque générale à Paris en 1720. La seconde tendance est plus surprenante : elle suggère que les investisseurs individuels pourraient avoir apporté de la liquidité aux marchés d'actions pendant la crise financière.

### LES ENJEUX

- Des actionnaires nombreux et actifs stabilisent-ils les marchés ?
- Les particuliers peuvent-ils tirer leur épingle du jeu face aux investisseurs professionnels ?
- Doit-on inciter les particuliers à acheter des actions indirectement à travers des OPCVM, de l'assurance vie, des produits de retraite ?

Les obstacles à l'actionnariat individuel **sont multiples**. Il y a d'abord des coûts d'entrée sur ce marché: le coût pour réunir l'information sur les entreprises et l'investissement en temps nécessaire pour maîtriser le fonctionnement des marchés financiers. Plusieurs études de l'OEE montrent ainsi que la probabilité pour un individu d'être actionnaire est, toutes choses égales par ailleurs, **croissant avec son niveau d'éducation financière**. C'est ce qu'ont montré par exemple **Tullio Jappelli**, de l'université de Naples, et son équipe dans

l'étude intitulée "Investment in Financial Literacy, Social Security and Portfolio Choice".

Les épargnants peuvent aussi surestimer la probabilité qu'un évènement rare se produise, comme la crise financière de 2008. Il existe un ensemble de biais de comportement, qui ont bien été mis en évidence par l'étude conduite pour l'OEE par **André de Palma**, professeur à l'ENS Cachan. Ils peuvent aussi préférer des placements peu risqués pour compenser l'incertitude sur leurs revenus ou leur santé.

### Les partenaires de l'OEE



**Jean-Noël Barot**  
(MIT)



**Ron Kaniel**  
(University of Rochester)



**David Sraer**  
(Princeton University)



**Florence Legros**  
(Université Paris Dauphine)

### L'exposition des épargnants français au marché des actions

- Les français détiennent, **202 milliards d'euros** d'actions cotées, ce qui représente près de **5%** de leur patrimoine financier (hors actions non cotées).
- Ils détiennent **310 milliards d'euros d'OPCVM**, dont on estime à 30% environ la part d'actions, **93 milliards** (2,4% de leur patrimoine financier).
- Ils détiennent **1 460 milliards d'euros** en assurance-vie dont environ **170 milliards** investis en actions (soit environ 4% de leur patrimoine financier)
- Au total, les Français sont donc exposés au marché des actions à hauteur de **11,4% de leur patrimoine financier au total**.

*Données à fin septembre 2015, source : Banque de France, calculs OEE*

Ils peuvent aussi considérer que l'achat d'actions à travers des fonds d'investissement leur permet de diversifier plus facilement leur portefeuille et de réaliser des économies d'échelle grâce à un investissement collectif. Enfin, la fiscalité des plus-values et des dividendes est souvent dissuasive comme c'est le cas en France pour les placements en dehors du Plan d'Épargne en Actions (PEA).

Afin de mesurer l'impact des facteurs institutionnels et fiscaux, **Florence Legros**, de l'université de Paris Dauphine, et son équipe ont cherché à déterminer quelle serait la proportion d'actionnaires dans différents pays européens, en appliquant à chaque catégorie sociodémographique dans ces pays la propension à détenir des actions constatée en France. L'étude montre que **les facteurs institutionnels expliquent la plus grande partie des différences entre les pays**, et donc qu'un changement de ces facteurs, par exemple la fiscalité, peut avoir un impact important sur la détention d'actions en direct.

L'OEE a demandé à trois chercheurs, **Jean-Noël Barrot, Ron Kaniel et David Sraer**, une étude pour comprendre la contribution des investisseurs individuels au fonctionnement des marchés d'actions et en déduire les implications pour le rendement de leurs placements. **Deux courants de recherche** s'opposent à ce sujet.

**Pour le premier**, les investisseurs individuels placent leurs ordres de manière **sous-optimale**, ce qui perturbe les cours et les empêche de refléter les fondamentaux. Les individus perdent de l'argent en investissant directement dans les marchés d'actions, car ils font face à d'importants coûts de transaction, ont des biais comportementaux, et ont tendance à **détenir un portefeuille sous-diversifié**.

**Le second courant** estime que les investisseurs individuels peuvent apporter de la liquidité sur les marchés d'actions et répondre à la demande parfois pressante des investisseurs institutionnels, car **ils sont moins contraints** que ces derniers. Si les

investisseurs individuels apportent de la liquidité aux marchés d'actions, cela devrait avoir un impact positif sur la performance de leurs placements.

Cette étude **mesure la liquidité globale fournie par les investisseurs individuels**. Un échantillon unique et représentatif de données provenant d'un courtier en ligne européen de premier plan a été exploité. L'échantillon couvre 4,6 millions d'ordres placés par 90,000 investisseurs individuels français sur 730 valeurs Euronext entre 2002 et 2010.

L'étude aboutit à **trois conclusions** principales : La première est que **les investisseurs individuels sont**, au niveau agrégé, **apporteurs de liquidité** sur les marchés d'actions. Les flux nets d'investissement (achats moins ventes) de ces derniers sont « contrariants », ce qui signifie qu'ils sont acheteurs nets des actions dont les cours ont chuté, et inversement. En outre, les flux nets d'investissement sont corrélés positivement avec les rendements des actions à un horizon de deux semaines.

Autrement dit, les cours rebondissent pendant deux semaines après avoir été massivement achetés par les investisseurs individuels. Un portefeuille qui imiterait les flux d'investissements agrégés des investisseurs individuels, donnerait **un rendement ajusté pour le risque (alpha) annualisé de près de 20%**, ce qui est considérable. Cet effet est multiplié par deux pendant les périodes d'incertitudes sur les marchés financiers, et notamment pendant la crise de 2007-2008.

La deuxième conclusion est qu'en moyenne **les investisseurs individuels ne tirent pas profit** de leur fourniture de liquidité aux marchés d'actions. Il y a deux raisons principales à cela. En premier lieu, **ils ont tendance à acheter, « trop tôt »**, c'est-à-dire avant que le cours de l'action faisant l'objet d'une pression à la vente ait atteint son point bas. Par conséquent, ils ne bénéficient pas pleinement de l'effet de rebond. En second lieu, ils ont tendance à tenir leurs positions trop longtemps. Au lieu de cela, **ils ont tendance à dénouer leurs**

**positions trop tard**, après que la prime de liquidité soit dissipée.

Enfin, la troisième conclusion de l'étude est **les investisseurs individuels s'améliorent avec l'expérience** sur ces deux dimensions. Ils ont tendance à perdre moins d'argent lorsqu'ils placent leurs ordres, et à dénouer leurs positions plus rapidement. Par conséquent leur performance s'améliore.

## Enseignements pour les épargnants

Les épargnants peuvent avoir intérêt à investir directement en actions cotées.

Mais il faut être persévérant : les chances de gain augmentent avec l'expérience.

## Enseignements pour les Pouvoirs Publics

- Les investisseurs particuliers stabilisent les marchés en cas de crise.
- Il faut donc faciliter leur accès au marché.

## Les travaux de l'OEE

- Jean-Noël Barrot, Ron Kaniel, David Sraer, "Are retail traders compensated for providing liquidity", Etude pour l'OEE, avril 2014.
- Mikkel Barslund, Ales Chmelar, Florence Legros; "Household structure and household wealth: Evidence from Germany, France, Spain, Italy and Portugal", Etude pour l'OEE, janvier 2014.
- Tullio Jappelli et Mario Padula, Investment in Financial Literacy, Social Security and Portfolio Choice, Etude pour l'OEE, janvier 2013.
- André de Palma et Nathalie Picard, « L'impact de la risque sur l'attitude face au risque », Etude pour l'OEE, novembre 2010.