



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Juin 2012

**Résumé-conclusions de l'étude de Shaneera Boolell-Gunesh, Marie-Hélène Broihanne,
Maxime Merli, Patrick Roger
(LaRGE, Université de Strasbourg)**

« Choix de portefeuille, sur-confiance et biais de disposition »

Ce rapport de recherche compile trois articles. Le premier est consacré aux « biais de dispositions ». Le second étudie la présence du biais de sur-confiance. Ces deux articles s'appuient sur des données d'une société de courtage en ligne regroupant les ordres de 90 244 investisseurs individuels français de 1999 à 2006. Le dernier article cherche à donner une explication au phénomène de sous-diversification des portefeuilles, dans le cas d'un choix d'obligations associées à une loterie.

(1) Biais de disposition. L'effet de disposition est un biais comportemental qui traduit la tendance à vendre plus aisément les titres en position gagnante que les titres en position perdante par rapport à leur prix d'achat. La présence de ce biais a été largement établie sur différentes bases de données de transactions financières pour des investisseurs individuels à travers le monde, mais jamais auparavant dans le cas français.

A partir des données collectées auprès d'une société française de courtage en ligne, sur la période 1999-2006, deux constats s'imposent :

- d'une part que les titres gagnants ont en moyenne 60% de chances de plus que les titres perdants d'être vendus par les investisseurs ;
- d'autre part que les gains ou les pertes réalisés sont en moyenne plus faibles que les gains ou les pertes potentielles.

Cette tendance des investisseurs à prendre leurs gains trop tôt et à conserver les titres perdants en portefeuille s'atténue légèrement pour les investisseurs les plus sophistiqués – dont le degré de sophistication est mesuré par le recours aux produits dérivés (warrants), la vente à découvert et la diversification des portefeuilles à l'international. Mais malgré tout, les investisseurs sophistiqués demeurent sujets au biais de disposition.

Enfin, les études antérieures avaient conclu que le système de taxation des plus-values réduisait le biais de disposition des investisseurs, pour le dernier mois de l'année. En effet, la fin de l'année fiscale incite habituellement les investisseurs à vendre les titres perdants pour diminuer le montant global des plus-values imposables. Mais dans le cas français, le système de taxation des plus-values ne semble avoir aucun impact sur le biais de disposition, et en particulier pour ce qui concerne les comptes Plan Epargne en Actions (PEA) qui

offrent un régime fiscal avantageux, puisque les plus-values réalisées sur ce compte au-delà des cinq premières années d'ouverture du compte.

Ces comportements, en apparence irrationnels, pourraient toutefois trouver une explication rationnelle : ils traduiraient ou bien un besoin de réallocation de leur portefeuille, ou bien la volonté de minimiser les coûts de transaction sur les actifs faiblement valorisés.

Cependant, des études antérieures aussi bien que celle de Boolell-Gunesh, M. Merli et M.-H. Broihanne ont montré que cette explication n'était pas convaincante : ni un motif de réallocation de portefeuille ni l'existence de coûts de transaction élevés sur les actifs de faible valeur n'expliquent l'existence de biais de disposition. La réticence des investisseurs à « prendre leurs pertes » tout comme leur empressement à vendre leurs titres gagnants s'expliqueraient alors de façon alternative :

- par leur *aversion aux pertes*
- par la croyance selon laquelle le marché devrait se retourner, à la baisse pour les actifs en position gagnante et à la hausse pour les actifs en position perdante
- par la théorie de l'« escalade dans l'engagement » (*escalation of commitment*) selon laquelle des agents ayant fait un mauvais choix d'investissement peuvent être amenés à persévérer malgré les pertes subies pour espérer récupérer leur mise (en fait, c'est l'expérience des pertes elle-même qui les encourage à persévérer)
- par les sentiments de « regret » et de « fierté » dans les choix d'investissement : les investisseurs ne réalisent pas leurs pertes pour ne pas avoir de « regrets » tandis qu'ils éprouvent de la « fierté » lorsqu'ils réalisent un gain, même s'il est faible.

(2) Sur-confiance des investisseurs. Après avoir évalué la rentabilité des stratégies d'investissement retenues par les investisseurs en ligne, sur la période 1999–2006, selon trois méthodes différentes, les auteurs observent que les choix d'investissement sont systématiquement sous performants, quel que soit l'horizon temporel retenu (3 mois, 6 mois ou 1 an). En effet, lorsqu'ils comparent le rendement moyen des actifs achetés aux actifs vendus, un an après que la transaction a été effectuée, ils observent que le rendement moyen des actifs achetés est inférieur de plus de 4 points de pourcentage au rendement des actifs vendus.

Enfin, lorsque les auteurs évaluent de façon dynamique la rentabilité du portefeuille des investisseurs en ligne il en ressort, une fois de plus, que leurs stratégies d'investissement sont non seulement sous optimales mais aussi qu'ils ont tendance à échanger trop fréquemment sur les marchés financiers.

D'après les auteurs, ces mauvais choix d'investissement s'expliquent probablement par la sur-confiance des investisseurs individuels en ligne : ils auraient tendance à sous-évaluer les marges d'erreur dans leurs anticipations, à se croire en meilleure posture que la moyenne des autres investisseurs, ils auraient l'illusion de contrôler des événements fondamentalement aléatoires ou encore, seraient exagérément optimistes.

(3) Choix de portefeuille. L'attrait constaté pour les obligations associées à des loteries – tel que celui qui se manifeste en Grande-Bretagne pour les *Premium bonds* – intrigue depuis presque 50 ans : comment expliquer que des investisseurs achètent simultanément un actif peu risqué et un ticket de loterie ? Les auteurs de cette étude ont voulu déterminer quels étaient les critères de choix des investisseurs lorsqu'ils font face à des

distributions de probabilités (des rentabilités) asymétriques – ce qui est le cas des obligations associées à une loterie et qu'on appelle une *skewness* positive (voir plus bas pour une explication).

Plus précisément, ils ont cherché à savoir si les investisseurs maximisent, selon la théorie standard, l'espérance d'une fonction d'utilité croissante et concave (aversion au risque), ou s'ils obéissent à un modèle alternatif comme la théorie des perspectives (*prospect theory*) ou à celle des anticipations optimales (qui introduit un arbitrage entre une distorsion optimiste des probabilités *ex ante* et le coût d'une allocation sous optimale du portefeuille *ex post*). Pour ce faire, ils ont administré un questionnaire à 337 étudiants dans quatre universités et Business Schools différentes en proposant des choix d'obligations associées à des loteries dont les rendements présentent, par construction, une *skewness* positive.

Les résultats obtenus mettent en évidence de manière très nette un comportement qui s'accorde à la théorie des anticipations optimales. Plus de 56% des répondants ont des choix conformes à cette approche alors que seulement un peu plus de 20% des choix sont compatibles avec l'espérance d'utilité.

Ces résultats montrent, d'une part, l'attractivité d'une obligation associée à une loterie mais aussi l'attraction pour l'actif dont le gain maximal possible est le plus élevé parmi l'ensemble des actifs et dont la probabilité d'occurrence est surévaluée. Ils permettent par exemple d'expliquer pourquoi les *Premium bonds* britanniques sont aussi populaires, et incitent à la réflexion en matière d'incitation à l'épargne : des comptes d'épargne associés à des loteries sont proposés dans de nombreux pays et incitent à l'épargne les ménages à faible revenu.

Cet attrait pour les obligations associées à des loteries trouve trois explications principales, en accord avec la théorie des anticipations optimales :

- 1) Pour certains niveaux de richesse, les investisseurs peuvent avoir un goût pour le risque (fonction d'utilité convexe).
- 2) Les distributions de probabilités des rentabilités (pour des obligations associées à une loterie) ne sont pas symétriques : on parle de *skewness* positive (cf. graphique ci-dessous). Ce type de distribution de probabilités signifie, concrètement, que les rendements sont plus fortement distribués à droite de la moyenne, c'est-à-dire qu'il est plus probable d'obtenir un gain très élevé que dans le cas d'une distribution normale des rendements (en pointillé sur le graphique).



- 3) L'évaluation des perspectives risquées réalisées par les agents économiques ne s'appuient pas sur les probabilités réelles. Ils opèrent une distorsion qui favorise les rentabilités extrêmes, positives et/ou négatives selon les théories au détriment des rentabilités moyennes ou faibles.