

finance
d'aujourd'hui

Yannick Coulon

FINANCE COMPORTEMENTALE ET GESTION DE PATRIMOINE

GUIDE DE LA FINANCE
COMPORTEMENTALE À L'USAGE
DES PROFESSIONNELS
DU PATRIMOINE



FRANEL
éditions

© Éditions Arnaud Franel 2025

Tous droits réservés

ISBN : 9782896039555

Dépot légal : bibliothèque et archives nationales du Québec 2025

Bibliothèque de France 2025

Imprimé en France en juin 2025.

Arnaud Franel Éditions Inc.

79 de Montmagny - Boucherville (Qc) 4B 4H9 - Canada Inc.

Arnaud Franel Éditions France

27-29, rue Raffet - 75016 Paris

Tél : 01 47 79 07 64 - Fax : 01 47 79 07 61

contact@arnaudfranel.com

www.arnaudfranel.com

YANNICK COULON

**FINANCE
COMPORTEMENTALE
ET
GESTION DE PATRIMOINE**

**Guide de la finance comportementale
à l'usage des professionnels du patrimoine**

FRANEL
éditions

SOMMAIRE

L'auteur et l'ouvrage	9
Chapitre 1 - Introduction à la finance comportementale	11
1. L'échec relatif des investisseurs	12
2. La justification de la finance comportementale	13
a. La querelle entre les anciens et les modernes	13
b. Le manque d'efficacité des marchés	14
c. Fama versus Thaler versus Jones ?	18
3. Le médaf ou CAPM, lieu de fixation de l'alpha	18
a. L'équation du Médaf	18
b. La présence d'alpha et Clint Eastwood	19
4. Différences entre finance classique et finance comportementale	21
5. La gestion active et passive	22
a. Définition de la gestion passive et active	22
6. Les limites de la vision de la finance classique	25
a. La loi normale	25
b. La volatilité comme mesure du risque	26
c. Les limites de la volatilité : le risque de perte	26
7. La reine des anomalies, la bulle financière	27
a. La bulle financière et spéculative	28
b. Les différentes phases d'une bulle spéculative	28
c. Le destin tragique de Cassandre	30
d. La Banque Royale, rue Quincampoix, Paris, 1720.	31
e. La bulle du Mississippi et la bulle des Mers du Sud	33
f. Bulles des chemins de fer, crise de 1929	34
g. La bulle internet	34
h. Bulles en formation	36
i. Facteurs économiques et sociétaux accompagnant une bulle	38
j. Dettes, crises et liquidités	39
Chapitre 2 - Questionnaire comportemental	41
Chapitre 3 Les biais comportementaux essentiels	45
1. Les biais cognitifs et émotionnels	46
Les biais émotionnels	46
Les biais cognitifs	47
2. La comptabilité mentale	47
a. Définition	47
b. La vision binaire entre capital et revenus et ses effets indésirables	48

c. Illustration : cas d'un couple de retraités	49
d. L'assurance vie et les rachats partiels programmés	51
e. L'illusion de la défiscalisation	52
3. Le phénomène d'ancrage	53
a. Définition	53
b. Exemple d'ancrage : la planète Mars	55
c. Exemple d'ancrage : la Jamais Contente	56
d. Le biais d'ancrage appliqué à la négociation du prix d'une société	56
e. La technique commerciale de l'ancrage dans l'immobilier	57
4. Le biais des coûts irrécupérables	58
a. Définition	58
b. Illustration dans le secteur immobilier	59
c. Illustration dans le domaine de l'investissement industriel	61
5. L'effet de disposition	62
a. Définition	62
b. Décomposition de l'effet de disposition	63
c. L'effet désastreux de l'effet de disposition sur un portefeuille	69
d. Expérimentation grâce au questionnaire étudiant	70
6. La dissonance cognitive et le biais de confirmation	72
a. La dissonance cognitive	72
b. Le biais de confirmation	73
7. Le biais de familiarité	75
8. Les bienfaits de la connaissance des biais	77
Chapitre 4 - La théorie des perspectives	81
1. Jeu de pile ou face	82
a. Asymétrie de la perception du risque	82
b. L'aversion à la perte myopique	83
2. Expérimentation grâce au questionnaire étudiant	84
3. Présentation de la théorie des perspectives	86
a. Utilité et représentation graphique	87
b. La formulation mathématique de l'utilité selon la théorie des perspectives	89
c. Les probabilités perçues selon la théorie des perspectives	90
d. Application de la formule à un scénario de placements	92
4. Le cadrage des pertes et des gains	94
a. Cumuler les pertes, séparer les gains	94
b. Le petit coin de ciel bleu	96
c. Noyer les faibles pertes dans la performance globale	97

Chapitre 5 - Les principes essentiels de la gestion

de patrimoine mis en échec	99
1. Mise en échec de la diversification	100
a. La comptabilité mentale	100
b. Le poids du passé douloureux ou la performance récente positive	101
c. La diversification naïve	102
d. Une diversification dévalorisée et mal assimilée	103
e. Warren Buffett et la diversification	104
f. Le biais de familiarité	105
2. Mise en échec de la détermination du profil d'investisseur	106
a. L'origine des fonds	106
b. Le profil de risque cyclique	107
c. Le profil de risque du conseiller	107
d. Le profil d'investisseur et le profil de risque réglementaire	108
3. Le timing erroné des investisseurs et des analystes	110
a. Le timing erroné des investisseurs	110
b. Le timing erroné des analystes	111

Chapitre 6 - Méthodes et constructions patrimoniales

recommandées	115
1. Les solutions recommandées	116
2. Les portefeuilles comportementaux	117
3. L'approche Core/Satellite	
ajustée au risque	118
a. Diversification avec des fonds actifs et passifs	119
b. Le patrimoine peu risqué	121
c. La nécessité d'une vision globale	122
4. Le risque du patrimoine global	124
a. Le risque de perte et sa couverture	124
b. La couverture d'une société avec des options <i>put</i>	125
c. La perte relative du portefeuille risqué	127
d. Le rééquilibrage du portefeuille	128
e. La corrélation des actifs	129
5. Les fonds actions à capital garanti	131
a. Le principe	131
b. Une parenthèse sur l'illusion monétaire	134
6. La thèse d'investissement	134
a. Les méthodes d'évaluation de l'entreprise	135
b. Achat avec ou sans thèse d'investissement	137
c. Méthodologie de la thèse d'investissement	140
7. Le trading algorithmique	143
8. La prudence nécessaire à toute décision patrimoniale	144

Chapitre 7 - Conclusion et Conseils	147
1. La patience et l'impatience	148
2. Conseils pour le gestionnaire et l'investisseur	150
 Test de Connaissance	 153
 Index	 161
Bibliographie et Lectures Complémentaires	163
Webographie	166
Index des figures	167
Index des tableaux	169

L'AUTEUR ET L'OUVRAGE

L'AUTEUR

Yannick Coulon possède 15 ans d'expérience bancaire au sein du groupe Suez en France et de l'UBS en Suisse, 10 ans d'expérience au sein de la société Iomega Corp en tant que responsable marketing du lecteur Zip pour l'Europe. Il est actuellement formateur auprès de l'ISEN et de l'ENSTA (Brest).

Diplômé de l'ESC Brest Bretagne, de l'ISC et l'ISG à Paris, il est également titulaire d'un MBA de la Schiller International University (Heidelberg) et d'un certificat en finance comportementale de l'Université de Zürich.

L'auteur enseigne la finance comportementale depuis 2005, les premières années auprès de conseillers de l'UBS en Suisse, les dernières années auprès d'étudiants d'écoles de commerce et d'ingénieurs à Brest.

Il a déjà 7 livres à son actif :

- Introduction to Behavioral Finance and Asset Management, Palgrave MacMillan, Nov 2024
- Small Business Valuation Methods, Palgrave MacMillan, Nov 2021
- Le guide pratique de la valorisation d'une PME, Gualino, April. 2021
- Rational investing with ratios, Palgrave MacMillan, Jan. 2020
- L'essentiel des ratios financiers, Dunod, 2018
- Guide pratique de la finance d'entreprise, Gualino, 2017
- Guide pratique de la finance comportementale, Gualino, 2015

Plus d'informations :

www.linkedin.com/in/yannick-coulon-auteur-finance/

L'OUVRAGE

L'objectif du livre est de sensibiliser les professionnels de la gestion de patrimoine à la finance comportementale.

Dans sa première partie, l'ouvrage présente les biais comportementaux essentiels et leurs conséquences néfastes, les bulles financières et la théorie des perspectives.

Dans sa deuxième partie, il énonce des règles fondamentales pour

améliorer la structuration et la protection du patrimoine.

L'ouvrage trouvera aussi un écho favorable auprès des investisseurs novices ou aguerris, confrontés aux biais comportementaux.

Pourquoi avez-vous besoin de ce livre ?

Ce livre est un ouvrage complet sur la finance comportementale appliquée. Par ses aspects didactiques et ses nombreuses illustrations, il présente les connaissances théoriques d'une manière accessible et divertissante.

Le livre fait suite à un premier ouvrage paru en 2015 chez Gualino : *le guide pratique de la finance comportementale* et un deuxième ouvrage paru en novembre 2024 chez Palgrave Macmillan : *Introduction to Behavioral Finance and Asset Management*.

CHAPITRE 1
INTRODUCTION
À LA FINANCE
COMPORTEMENTALE

Présentation du chapitre

Ce chapitre établit les différences entre la finance classique et la finance comportementale. Le manque de rationalité et d'efficience des marchés justifient la finance comportementale, tout comme les bulles financières.

La finance classique repose sur des hypothèses de stricte efficience et rationalité. Elle édicte des principes fondamentaux comme la diversification ou l'optimisation du couple rendement/risque pas toujours respecté par les investisseurs.

Les bulles spéculatives sont des exemples d'irrationalités collectives. Les investisseurs individuels comme les acteurs de marché ne sont pas l'être parfaitement rationnel décrit par les économistes néo-classiques. Ils sont victimes des biais comportementaux. Leurs effets sont dévastateurs sur les rendements des portefeuilles, car ils altèrent systématiquement les prises de décisions économiques.

Des solutions pragmatiques, comme le portefeuille comportemental, l'achat d'un actif risqué en respectant une thèse d'investissement ou l'achat de certains produits structurés, sont proposés avec pour finalité : rendre la finance comportementale plus opérationnelle.

1. L'ÉCHEC RELATIF DES INVESTISSEURS

La société Dalbar Inc, basée à Boston (USA), compare chaque année dans son rapport QAIB, la performance des investisseurs nord-américains investissant directement dans des fonds actions à un indice phare de la bourse américaine, le Standard and Poor's 500.

Année après année, le constat reste le même : les investisseurs sous-performent les marchés avec un important différentiel.

Pourquoi existe-t-il un tel décalage ?

D'après Dalbar en 2022, l'évolution d'un portefeuille de 1 000 000 \$ a largement sous-performé son indice comme illustré par le Tableau 1 suivant :

1 000 000 \$ investis	Portefeuille	Indice
Sur 10 ans	1 991 182 \$	2 751 149 \$
Sur 20 ans	3 964 807 \$	7 568 823 \$
Sur 30 ans	7 894 655 \$	20 822 964 \$

Tableau 1 - Évolution des portefeuilles

Sur les 30 dernières années, l'écart est considérable puisque le million réellement investi débouche sur une somme presque 3 fois inférieure à la somme théorique représentée par l'évolution des marchés.

Afin d'expliquer un tel décalage, on peut avancer raisonnablement les hypothèses suivantes : le *market timing* (moment choisi par l'investisseur pour entrer ou sortir d'un marché), la durée effective de placement et le choix des valeurs sont défavorables.

Ce constat d'échec relatif exige une analyse approfondie. La finance comportementale cherche à apporter des réponses à ce type d'interrogation.

Quelles sont les causes de ces contre-performances, pourquoi sont-elles si fréquentes, peut-on les éviter ou les minimiser ?

La finance comportementale ne dépeint pas l'investisseur comme un être totalement dépourvu de rationalité mais s'efforce d'analyser les mauvaises décisions à l'origine de la contre-performance du patrimoine. Il n'existe pas un investisseur type, unique, accumulant toutes les erreurs possibles au pire moment, mais plutôt une diversité d'investisseurs qui sont plus ou moins sensibles à tel type de comportement déviant à un moment particulier de leurs vies. Il n'y a pas uniformité mais diversité, c'est là le défi de la finance comportementale. Difficile de mettre en équation la diversité et complexité humaine et de la réduire à un seul être totalement irrationnel.

2. LA JUSTIFICATION DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE

a. La querelle entre les anciens et les modernes

La science avance souvent grâce aux controverses et querelles. Les forces scientifiques (ou universitaires) en place sont conservatrices par nature, elles retardent souvent toute évolution qui contredit la doctrine en place.

L'histoire des sciences est faite de controverses et querelles entre anciennes et nouvelles écoles de pensée.

L'église a combattu la vision du monde de Galilée, la physique newtonienne s'est opposée à la théorie de la relativité d'Einstein. Par la suite, Einstein s'est montré lui-même sceptique sur la physique quantique.

L'opposition entre la finance néo-classique et la finance comportementale suit le même schéma.

La célèbre querelle entre Eugene Fama, un des pères de la théorie des marchés efficients (EMH ou Efficient-Market Hypothesis) et Richard Thaler, un des pères de la finance comportementale, illustre les antagonismes entre les économistes classiques et les comportementalistes.

Je cite les 2 auteurs à la suite d'un article du WSJ :

M^r Fama déclare : *Ces économistes comportementalistes n'ont rien établi en 20 années de recherche.*

La réplique cinglante de M^r Thaler :

M^r Fama est la seule personne au monde qui pense qu'il n'y a pas eu de bulle du Nasdaq en 2000.

Warren Buffett, dirigeant depuis 1962 de la société Berkshire Hathaway Inc, qualifié de meilleur investisseur de tous les temps, déclarait déjà en février 1989 dans sa lettre à ses actionnaires :

À mon avis, l'expérience continue sur 63 années de Graham-Newman Corp et de Berkshire prouve combien la théorie du marché effcient est stupide.

L'âpreté des échanges montre bien que le monde de la finance a été en ébullition pendant quelques décennies.

Les modèles traditionnels ont été remis en cause et intègrent maintenant une dose plus ou moins importante de finance comportementale. Tous les livres de finance classique se doivent aujourd'hui d'inclure des pages parfois un chapitre entier sur l'impact de la psychologie sur les marchés. L'homme revient au centre du débat économique.

À des fins pédagogiques et même historiques, j'invite vivement le lecteur à consulter un excellent article du Financial Times de Robin Wigglesworth (30 août 2024), dans lequel M. Fama admet que son modèle est *erroné dans une certaine mesure*, mais affirme que *battre le marché est difficile* et que les prix des actions sont *à peu près efficients et justes*. Sa position a bien évolué depuis 2004.

b. Le manque d'effcience des marchés

La finance classique repose en particulier sur l'hypothèse de l'effcience des marchés (EMH), ce que remet en cause la finance comportementale avec des arguments sérieux.

Dans la théorie classique, les prix des actifs financiers reflètent toutes les données publiques. C'est un monde parfait où le prix intègre parfaitement toutes les informations financières et reste un indicateur de

valeur sans faille. Dans cette théorie classique de la finance, les acteurs de marché rationnels rendent les marchés efficaces. Une des conséquences immédiates est que le prix d'une action reflète sa valeur fondamentale.

La valeur fondamentale ou intrinsèque de l'action

La valeur fondamentale de l'action d'une société est la somme actualisée des flux futurs de trésorerie générés pour l'actionnaire par cette société.

Il est efficace d'utiliser la formule suivante pour obtenir la valeur fondamentale d'une société (méthode dite indirecte) :

Valeur d'entreprise VE (Valeur de marché de l'actif économique) = Valeur fondamentale de l'entreprise (Valeur de marché des capitaux propres) + Dettes financières nettes

La valeur VE se calcule de la façon suivante :

VE (Prévisionnel 5 années) = Flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (1) $/ (1+r)^1$ + Flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (2) $/ (1+r)^2$... + Flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (5) $/ (1+r)^5$ + Valeur terminale (5) $/ (1+r)^5$

Avec r = coût moyen pondéré du capital CMPC (WACC)

Avec Flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (son exploitation) = Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

Le calcul d'actualisation des flux de trésorerie avec un prévisionnel sur 5 années apparaît sur la Figure 1.

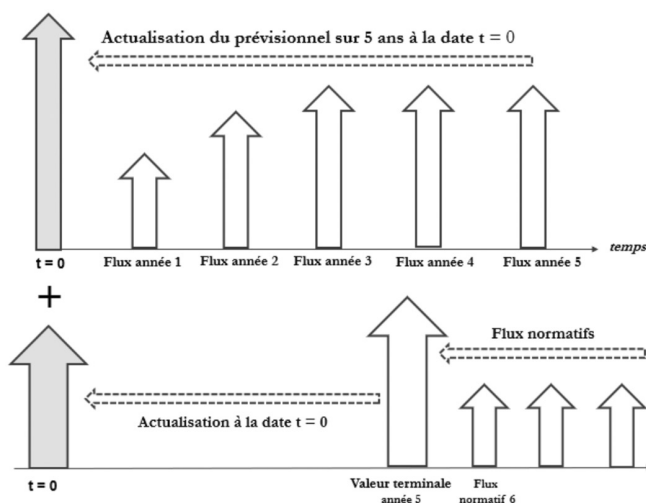


Figure 1 - Actualisation des flux de trésorerie

Sur ou sous-valorisation

En théorie, dès qu'une surcote (survalorisation) ou une décote (sous-valorisation) s'installe entre la valeur de marché et la valeur fondamentale, il y a possibilité d'arbitrage sans risque pour l'agent rationnel. Voir Figure 2

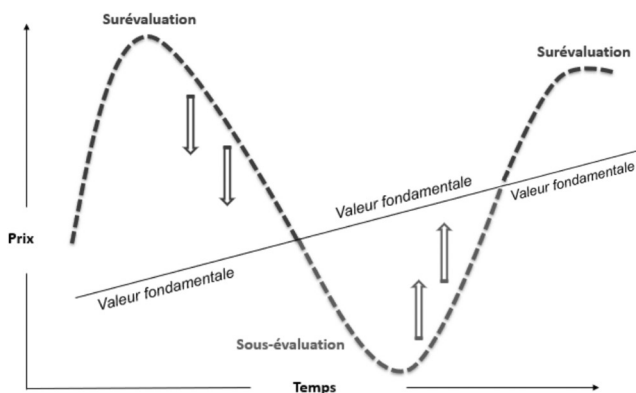


Figure 2 - Valeur fondamentale et valorisation

Cette différence disparaît grâce aux interventions des acteurs de marché qui en tirent profit. La surcote d'une action, par rapport à sa valeur fondamentale, déclenche des ventes (à terme) qui ramènent le prix de l'action au niveau de sa valeur fondamentale. Une décote déclenche des achats, qui ramènent eux aussi le prix de l'action au niveau de sa valeur fondamentale. Ce mécanisme d'arbitrage élimine donc naturellement les différentiels de valorisation sur les marchés. La présence d'opérateurs en couverture, de spéculateurs et d'arbitragistes devrait générer l'efficacité du marché.

La finance comportementale remet ce dogme en question, car elle considère que l'arbitrage est la plupart du temps risqué, ainsi l'agent rationnel fait face à deux obstacles majeurs :

- Une multitude d'agents irrationnels qui négocient sur des rumeurs, fausses nouvelles ou bruits (noise traders)
- Les agents rationnels ne disposent pas de l'horizon de placement nécessaire pour attendre sereinement que le prix de l'actif sur ou sous-valorisé rejoigne sa valeur fondamentale. Leurs clients exigent une performance *quasi* immédiate. Un acteur rationnel et professionnel peut même choisir de suivre une tendance qu'il juge irrationnelle s'il estime que le rapport de force est en faveur des acteurs irrationnels. Il devient alors opportuniste.

Seul un investisseur rationnel et patient ressortira gagnant à moyen terme de cette confrontation entre l'exigence immédiate de rentabilité (mentalité du trader) et le temps parfois long exigé pour que le titre rejoigne sa valeur fondamentale.

En cas de survalorisation, il est difficile de mettre en place une stratégie de vente à terme sans risque. Vendre à terme est une activité risquée avec un effet de levier financier important (sans possession du sous-jacent) et peu valorisée socialement même si elle a une utilité économique. Cet acteur (short-seller) est vite qualifié de spéculateurs, manipulateurs exerçant une activité illégitime.

La célèbre phrase attribuée à J.M. Keynes nous rappelle toutefois que le marché peut persister dans son irrationalité, qu'il faut s'armer d'une grande patience et éviter tout effet de levier pour rester solvable sur le long terme.

Le marché peut rester plus longtemps irrationnel que vous ne pouvez rester solvable.

The market can remain irrational longer than you can remain solvent.

Il faut donc rester modeste face au marché. Il ne redeviendra pas rationnel sur commande.

***Remarque sur l'efficiency des marchés
et la circulation des informations financières***

Les marchés sont efficaces si toutes les informations financières pertinentes sont rendues publiques et circulent librement entre les acteurs du marché ; les délits d'initiés ne sont pas autorisés. Cependant, il arrive que des entreprises partagent des informations confidentielles avec certains analystes avant l'annonce de leurs résultats. Cela constitue une menace sérieuse pour le bon fonctionnement des marchés. L'AEMF, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers, a signalé plusieurs cas de dysfonctionnement et de volatilité inexpliquée juste avant la publication des résultats.

Remarque sur la valeur fondamentale

L'efficiency repose sur la valeur fondamentale. Mais, qui la détermine d'une façon infaillible ? La valeur fondamentale ou intrinsèque est tellement complexe à calculer qu'il est conseillé d'indiquer une fourchette de valeurs plutôt qu'une valeur précise. Le calcul se base sur les flux de trésorerie futurs générés par l'entreprise et sur des variables comme le taux d'actualisation. Mais ces paramètres sont sensibles et difficiles à estimer avec précision. Les prévisions sont difficiles, surtout lorsqu'elles concernent l'avenir. Pierre Dac.

c. Fama versus Thaler versus Jones ?

La théorie de l'efficience d'Eugene F. Fama est parfois remise en cause par la présence de bulles financières souvent sectorielles ou par une volatilité extrême sans fondement rationnel. Quand l'émotion prend le dessus sur la raison ou qu'une pression médiatique crée un buzz négatif (ou positif) exagéré, le résultat peut se démarquer de la réalité économique fondamentale. Quand les biais comportementaux (cognitifs ou émotionnels) faussent le raisonnement, la décision financière cesse d'être une maximisation de l'utilité économique.

L'auteur conseille la visualisation du débat *in English* entre Eugene Fama et Richard Thaler :

Are markets efficient ? CBR, YouTube, 2016.

Il recommande aussi l'excellent documentaire *in English* de Terry Jones : *Boom, Bust, Boom*, 2016.

Il peut y avoir coexistence entre un marché globalement efficient et un secteur inefficient.

Le monde économique n'est jamais complètement blanc (marché rationnel) ou noir (marché chaotique), la nuance existe. Un actif peut être sur ou sous-évalué pendant la phase d'euphorie ou de déprime d'un secteur ou marché.

3. LE MÉDAF OU CAPM, LIEU DE FIXATION DE L'ALPHA

a. L'équation du Médaf

L'équation la plus connue du monde de la gestion de patrimoine symbolise à elle seule cette querelle entre les financiers classiques et comportementaux : Le Médaf

Le Médaf ou modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM ou Capital Asset Pricing Model en anglais) illustre l'efficience ou la non-efficience des marchés (présence ou non d'alpha à long terme).

Si le marché est efficient, la formule suivante s'applique :

$$RSR + \beta \times (\text{Rendement du marché passé ou prévisionnel} - RSR) + \varepsilon$$

Dans ce cas, le terme Epsilon (ε) est une valeur résiduelle tendant vers 0 (Rendement négligeable et aléatoire)

Avec RSR = Rendement Sans Risque = Rendement par exemple d'une obligation d'état (de première qualité) et avec β , le bêta du Portefeuille par rapport au Marché (sa sensibilité par rapport au marché, indicateur de risque si $\gg 1$)

Si le marché n'est pas efficient, alors le terme alpha ne peut pas être négligé dans l'équation du Médaf.

$$\text{Rendement Portefeuille} = \text{RSR} + \beta \times (\text{Rendement du Marché} - \text{RSR}) + \text{alpha}$$

Dans ce cas, le terme alpha (de Jensen) est non négligeable et différent de 0. Il peut être défini comme la sur/sous-performance ajustée au risque β (Rendement excédentaire, substantiel et persistant = rendement réel – rendement attendu).

b. La présence d'alpha et Clint Eastwood

L'exemple suivant illustre l'utilité du médaf dans la gestion des OPCVM (fonds de placement de type Sicav et FCP).

3 fonds de placement actifs sont indexés sur le CAC40. Le rendement sans risque est estimé à 2 %. Le rendement du marché a été de 10 % l'année passée.

- Le premier portefeuille A a réalisé une performance de 10 % et le bêta (et la corrélation) du portefeuille est estimé à 1.
- Le second portefeuille B a réalisé une performance de 12 % et le bêta du portefeuille est estimé à 1,5.
- Le troisième portefeuille C a réalisé une performance de 8 % et le bêta du portefeuille est estimé à 0,5.

Quel est le bon, le mauvais gestionnaire et l'affreux ?

(Référence au film *Le Bon, la Brute et le Truand* avec la fameuse réplique de Clint Eastwood : *Tu vois, le monde se divise en deux catégories : ceux qui ont un pistolet chargé et ceux qui creusent. Toi, tu creuses.*)

Portefeuille A : le tricheur ou l'affreux

Performance Portefeuille A = 10 % = 2 % + 1 × (10 % – 2 %) + (0 %)

Le gérant n'a apporté aucune valeur ajoutée, le portefeuille a été géré d'une façon passive (fonds parfaitement corrélé avec l'indice, bêta et corrélation de 1), aucun alpha n'a été généré. *Tricheur* car une gestion passive implique aussi des frais de gestion faibles.

Portefeuille B : le mauvais gestionnaire

Performance Portefeuille B = 12 % = 2 % + $1,5 \times (10 - 2) + (-2)$ %

Le gérant a pris du risque qui n'a pas été suffisamment récompensé (la surperformance relative de 2 % ne suffit pas, compte tenu du risque élevé, reflété par un bêta du portefeuille de $1,5 > 1$), il a généré un alpha négatif de -2 %.

Portefeuille C : le bon gestionnaire

Performance Portefeuille C = 8 % = 2 % + $0,5 \times (10 - 2) + (2)$ %

Le gérant a pris moins de risque que le marché, le rendement est certes inférieur à celui du marché mais il reste honorable compte tenu du très faible risque pris (bêta du portefeuille de $0,5 < 1$), il a généré un alpha positif de +2 %.

Remarque : il faut distinguer la performance relative (par rapport à un indice) et la performance ajustée au risque. Un gestionnaire doit obtenir la meilleure performance avec un budget risques limité. La performance dans l'absolu est certes importante aux yeux de l'investisseur mais elle doit être optimisée. Le rendement doit être maximisé et le risque minimisé (Voir ratio de Sharpe).

Eugene Fama soutient que l'existence d'alpha, valeur résiduelle, est le fruit du hasard et qu'il ne se répète pas sur le long terme. Richard Thaler soutient qu'il peut être systématique et significatif à cause de la non-efficience des marchés. Un bon gestionnaire peut tirer profit des imperfections du marché et générer de l'alpha positif sur une longue période.

Si les acteurs de marché ne sont pas toujours rationnels alors les marchés ne peuvent pas l'être non plus en permanence. D'ailleurs, il suffit de prendre connaissance des hypothèses drastiques et parfois irréalistes attachées à l'équation du Médaf, même si elle reste robuste, pour douter de l'interprétation purement rationnelle du modèle. Ainsi, considérer qu'il n'y a pas de taxes, que tous les investisseurs n'aiment pas le risque et partagent le même horizon temporel d'investissement est peu crédible. Nous savons depuis Benjamin Franklin en 1789 que *Nothing is certain but death and taxes*, (rien n'est certain, à part la mort et les impôts).

Remarque : certains modèles comportementaux inspirés du Médaf incluent le sentiment du marché et des investisseurs (haussier ou baissier) comme une composante du risque. Celui-ci peut affecter les rendements des actions et justifier les erreurs d'évaluation du marché. La question en suspens est de savoir comment mesurer ce sentiment de marché avec justesse.

Il n'y a pas forcément deux visions antagonistes des marchés financiers, entre des marchés parfaitement efficients et des marchés complètement irrationnels et imprévisibles, et entre, un investisseur méthodique d'une logique économique implacable et un investisseur totalement irréfléchi.

Les acteurs d'un marché peuvent majoritairement rester rationnels et imposer leur loi pendant une certaine période. Une période d'accalmie peut être suivie par une période plus chaotique. Un secteur peut être temporairement non efficient alors que le marché le reste globalement.

4. DIFFÉRENCES ENTRE FINANCE CLASSIQUE ET FINANCE COMPORTEMENTALE (VISION DE SPOCK)

Le Tableau 2 et la Figure 3 mettent en évidence les différences essentielles entre les 2 approches financières.

FINANCE CLASSIQUE	FINANCE COMPORTEMENTALE
Éfficiency parfaite (gestion passive)	Éfficiency partielle (anomalies, bulles financières)
Rationalité parfaite des acteurs	Rationalité partielle (biais comportementaux)
Risque = volatilité	Risque = volatilité + risque de perte
Économistes : Fama, Markowitz, Sharpe...	Économistes : Kahneman, Minsky, Thaler...
Théorie de l'utilité espérée	Théorie des perspectives

Tableau 2 - Finance classique versus finance comportementale

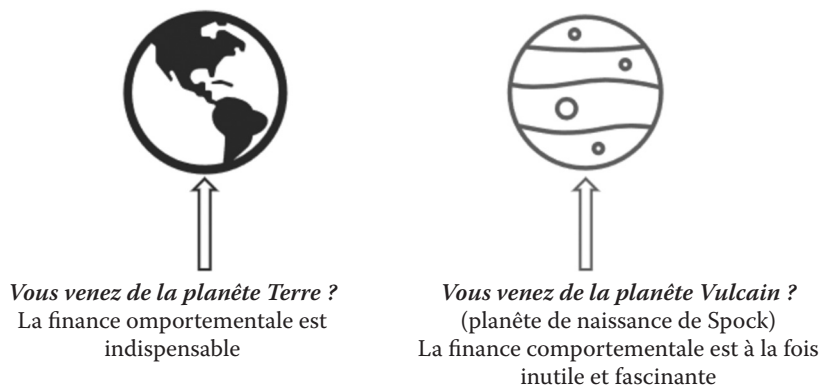


Figure 3 - Planète Terre versus Planète Vulcain

Les investisseurs ne sont pas toujours rationnels, ils n’aiment pas le risque et ne cherchent pas à maximiser leur patrimoine ; ce sont des êtres humains normaux qui réagissent souvent à la peur et à la cupidité et qui préfèrent le plaisir à court terme aux objectifs à long terme.

Deux choses sont infinies : l’Univers et la bêtise humaine. Mais, pour ce qui est de l’Univers, je n’en ai pas encore acquis la certitude absolue. Attribué à Albert Einstein.

5. LA GESTION ACTIVE ET PASSIVE

a. Définition de la gestion passive et active

Cette vision duale du monde financier a un impact sur le type de gestion à adopter. En effet, dans une vision idéalisée du marché, la gestion passive s’impose, on suit le marché tout puissant. Dans une vision d’un marché plus chaotique, moins ordonné, on ne croit pas celui-ci sur parole ou par dogme. On essaye de le surperformer ou bien d’éviter quelques-uns de ses travers. C’est ce que l’on nomme gestion active. Le gestionnaire actif va essayer de *débusquer* de l’alpha (valeurs mal valorisées) et en tirer profit. Voir le Tableau 3 qui illustre le type de gestion ajustée au type de marché.

Recherche d’alpha	Marché efficient	Marché non efficient
Gestion active	Non adaptée	Adaptée
Gestion passive	Adaptée	Non adaptée

Tableau 3 - Style de gestion et efficience des marchés

Yannick Coulon

FINANCE COMPORTEMENTALE ET GESTION DE PATRIMOINE

GUIDE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE À L'USAGE DES PROFESSIONNELS DU PATRIMOINE

L'objectif de ce livre est de sensibiliser les professionnels de la gestion de patrimoine à la finance comportementale.

Dans sa première partie, l'ouvrage présente les biais comportementaux essentiels et leurs conséquences néfastes ; il expose l'anomalie reine des marchés financiers, les bulles spéculatives ; et enfin il explicite la théorie des perspectives, le fondement théorique de la finance comportementale.

Dans la deuxième partie, il analyse la non-application des grands principes de la gestion de patrimoine et propose des solutions pour améliorer la structuration et la protection du patrimoine en vue d'une diversification efficiente.

Avec ses aspects didactiques et ses nombreuses illustrations, cet ouvrage présente les avancées de la finance comportementale de manière résolument accessible et divertissante.

Il intéressera aussi bien les étudiants que les investisseurs, novices ou aguerris, confrontés aux biais comportementaux.

Un ouvrage indispensable pour parvenir à une diversification patrimoniale optimale !



Yannick Coulon Formateur et auteur de nombreux ouvrages en finance d'entreprise, il enseigne en écoles de commerce et d'ingénieurs. Il est spécialisé en finance comportementale et évaluation d'entreprises. Il a exercé sa carrière au sein de l'UBS en Suisse et de la société Iomega en Allemagne.



ISBN : 978 2 896 039 55

5Prix : 19,95 €

FRANEL
éditions