

Université PARIS II PANTHEON ASSAS

Master II DJCE Juriste d'Affaires

2008-2009

LA FINANCE COMPORTEMENTALE

**D'UNE MEILLEURE COMPREHENSION A UNE NOUVELLE
REGULATION DES MARCHES FINANCIERS**

Clotilde Wetzer

Sous la direction du
Professeur Hubert de Vauplane

L'université PANTHEON ASSAS (PARIS II) droit -économie - sciences sociales n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Sommaire

Introduction	2
PREMIERE PARTIE LA THEORIE ECONOMIQUE BOULEVERSEE PAR LA FORCE EXPLICATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE	9
I. Une théorie de l'efficience insuffisante	10
A. Une construction théorique puissante.....	10
B. Une application empirique décevante.....	17
II. Une approche comportementale séduisante.....	23
A. Les fondements de la finance comportementale	24
B. La présentation des principaux biais comportementaux.....	31
SECONDE PARTIE L'ANALYSE JURIDIQUE RENOUVELEE PAR LA PORTEE NORMATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE	39
I. Une réglementation aux vertus correctives	40
A. Une élaboration périlleuse.....	40
B. Les réglementations justifiables	47
II. Un succès aux effets ambivalents	54
A. Un cercle vicieux.....	54
B. Le paternalisme libéral	61
Conclusion.....	66
Table des matières	68
Bibliographie	70

INTRODUCTION

Etudier le fonctionnement des marchés financiers est le rôle ambitieux que s'est donné la finance dite des marchés. Les marchés financiers évoluent quotidiennement et fournissent ainsi aux théoriciens une quantité considérable de données empiriques sur lesquelles développer leurs réflexions. Pourtant, théoriser l'évolution des cours boursiers s'est révélé être le plus grand challenge des dernières décennies pour les spécialistes de la finance. Le marché demeure incompréhensible pour les non-initiés et nargue les plus avertis. Il est réducteur de n'envisager le marché que comme un ensemble de variables. C'est avant tout un espace social dans lequel évoluent des Hommes avec leur force mais aussi leurs faiblesses. Les marchés financiers sont, à l'instar de la nature humaine, d'une complexité telle qu'il est impossible d'en établir une explication ultime.

Avoir une perception du marché la plus proche possible de la réalité n'est cependant pas une tentative inutile. Les travaux de la finance des marchés ont des répercussions décisives dans de nombreux domaines. Par exemple, l'analyse des décisions financières des entreprises, qui est l'objet d'étude de la finance d'entreprise¹, est largement influencée par les progrès de la finance des marchés. Finance d'entreprise et finance des marchés constituent d'ailleurs les deux principales problématiques envisagées par la discipline financière. Mais l'intérêt d'une meilleure compréhension des marchés va bien au-delà du seul domaine financier. Elle permet aussi d'élaborer un système juridique adapté aux spécificités des marchés financiers. Selon certains auteurs, la particularité du droit des marchés financiers « réside dans la finalité attachée à ce droit : ce droit doit permettre et doit garantir un bon fonctionnement des marchés. Le bon fonctionnement des marchés financiers est une fin qui justifie les techniques juridiques mises en œuvre pour y parvenir »². Cette branche du droit serait donc gouvernée par un principe d'efficacité dont les lignes directrices seraient données par l'analyse économique.

¹ Plus particulièrement, la finance d'entreprise s'intéresse aux décisions d'investissement, aux décisions de financement et aux politiques de dividendes.

² N. Rontchevsky, J-P Storck et M. Storck, *Le réalisme du droit des marchés financiers*.

Cette instrumentalisation du droit au service de la vie économique fait écho au courant de pensée d'origine américaine *Law and Economics*³. Mais l'analyse économique du droit des marchés financiers présente une particularité par rapport à celle du droit pénal ou du droit constitutionnel : l'objet même du droit financier étant économique, l'interaction entre droit et économie est ici naturelle. Le droit des marchés financiers est donc un domaine privilégié pour mesurer l'impact juridique des théories économiques.

La plupart des recherches sur l'analyse économique du droit utilisent la boîte à outils néo-classique. C'est ainsi que la théorie financière « classique » ou « quantitative » qui a dominé pendant les cinquante dernières années est directement issue du courant néo-classique de l'économie. Cette finance est basée sur trois éléments fondamentaux : la maximisation de l'espérance d'utilité, l'hypothèse d'absence d'opportunité d'arbitrage et surtout l'hypothèse d'efficience des marchés qui est considérée comme la proposition centrale dans la théorie financière. Si l'on trouve les origines du concept d'efficience dans la thèse du mathématicien français Louis Bachelier publiée en 1900, l'« hypothèse d'efficience » a véritablement été formulée aux Etats-Unis au début des années soixante au sein de la célèbre « Ecole de Chicago ». A partir d'un nombre réduit d'hypothèses, la finance néoclassique a permis une compréhension plus profonde des marchés, de l'évolution des prix et de l'évaluation des actifs financiers. Les modèles élaborés se sont alors imposés à tout le domaine. Il s'agit notamment du Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) de Sharpe, Lintner et Mossin⁴, de la formule de Black-Scholes⁵ ou encore du théorème de Modigliani-Miller⁶.

A la base du modèle économique néo-classique et de l'hypothèse d'efficience des marchés repose l'hypothèse de rationalité des agents. La science économique appréhende le comportement humain par cette notion abstraite d'*Homo Oeconomicus*. Celle-ci représente l'homme comme un être "rationnel", c'est-à-dire participant à la vie économique en vue de maximiser son bien-être et gérant les ressources dont il dispose dans le seul but de maximiser

³ Analyse économique du droit.

⁴ Le MEDAF ou CAPM (Capital Asset Pricing Model) est un modèle opérationnel de gestion de portefeuille. Sharpe était membre de l'« Ecole de Chicago » et fut lauréat du prix Nobel d'économie en 1990.

⁵ La formule de Black-Scholes permet de calculer la valeur théorique d'une option européenne à partir de cinq données. Black et Scholes étaient membres de l'« Ecole de Chicago » et Scholes reçut le prix Nobel d'économie en 1997.

⁶ Le théorème de Modigliani-Miller affirme que dans un monde sans taxes, exonéré de coûts de transaction et sous l'hypothèse de l'efficience des marchés, la valeur de l'actif économique n'est pas affectée par le choix d'une structure de financement. Modigliani et Miller faisaient parti de l'« Ecole de Chicago » et ils remportèrent le prix Nobel d'économie respectivement en 1985 et 1990.

son utilité globale. L'idée de John-Stuart Mill, le « père » de l'*Homo Oeconomicus*, est que l'analyse économique doit procéder comme les sciences de la nature, à savoir par abstraction. Il s'agit d'isoler le comportement de l'homme dans la vie économique et d'exclure ainsi toute dimension morale, telle que le comportement social collectif, le don ou encore le sens de la justice. C'est grâce à cette abstraction que le concept d'*Homo Oeconomicus* a permis d'élaborer des modèles mathématiques tel que le MEDAF. La finance néoclassique avait pour ambition d'atteindre un haut niveau de scientificité, si bien qu'elle est devenue selon certains « la plus scientifique de toutes les sciences sociales »⁷.

Dans un premier temps, les travaux empiriques ont conforté la pertinence de l'hypothèse d'efficience dans les marchés financiers réels. Les premières études économétriques réalisées au sein de l'« Ecole de Chicago » et plus particulièrement au Center for Research in Security Prices (CRSP) se sont révélées concluantes, et s'est alors développé un important courant de recherche tant théorique qu'empirique sur le processus de formation des cours boursiers. Michael Jensen, membre de l'Université de Chicago, affirmait en 1978 sans crainte d'être démenti qu'« aucune autre proposition en Economie n'a de plus solides fondements empiriques que l'hypothèse d'efficience des marchés ».

« Tout allait donc pour le mieux dans le plus « efficient des mondes » »⁸ jusqu'à ce que les tests empiriques invalidant les prédictions du modèle théorique s'accumulent. La finance quantitative se voit alors forcée de reconnaître son incapacité réelle à expliquer certains phénomènes boursiers qualifiés d'« anomalies » par les auteurs. Aujourd'hui, partisans et adversaires de l'hypothèse d'efficience s'affrontent dans des débats intenses dont les enjeux réactualisent l'opposition entre les philosophes grecs Platon et Aristote. La conception néoclassique selon laquelle les marchés sont efficients et les individus rationnels est en effet comparable au « monde des Idées » platonicien dans lequel les réalités sont stables, immuables et par là même objectivables dans le discours et dans la science. Ce monde idéal serait décrit par les mathématiques, science des sciences, d'où la tendance scientiste des économistes. Platon méprise le réel qui n'est qu'image pâlie des formes intelligibles et immuables. Le monde sensible est alors perçu comme un domaine de réalités mouvantes, « indéterminées », qui, réfractaires à leur fixation dans le langage rigoureux et cohérent de la science, ne sont accessibles qu'à l'opinion. Par les mathématiques, il est possible de découvrir

⁷ Ross, 2004, 10

⁸ M-H. Broihanne, M. Merli et P. Roger, *Finance comportementale*, Economica, 2004

les Formes Intelligibles pour maîtriser le monde réel sensible et contingent. Aristote reproche à son maître de définir toute connaissance comme un simple reflet idéal du monde réel. Pour lui il n'existe qu'un seul monde, le monde réel, séparé en deux régions, la Terre et le Ciel. Aristote prône l'observation qui doit s'effectuer avec un certain détachement. Or la finance néoclassique décrit imparfaitement le réel au profit d'un monde idéal intangible. L'observation et l'analyse semblent plus efficaces pour comprendre les marchés financiers.

A partir du moment où les sciences dites « humaines » sont caractérisées par le fait que l'objet d'étude coïncide avec le sujet qui l'analyse, est-il possible d'atteindre une objectivité relative à l'espèce humaine ? La finance néoclassique se veut être la plus scientifique des sciences sociales, aidée par le calcul et la logique, mais elle reste une science humaine échappant nécessairement à une pure description mathématique. Aveuglée par son orgueil, la théorie classique a élaboré des modèles ne correspondant pas aux préoccupations des agents économiques qui interviennent sur le marché tel qu'il est, et non tel qu'il devrait être. Or ce marché est composé d'acteurs qui certes calculent, mais aussi observent, comparent et imitent.

De telles considérations trouvent un prolongement en philosophie juridique et conduisent à s'interroger sur le fondement et la finalité du droit gouvernant les marchés financiers et plus généralement la vie en société. Le système juridique doit-il être conçu pour réglementer l'activité des *Homo Oeconomicus* sur un marché efficient, ou doit-il s'adapter aux imperfections de ses protagonistes ? Le droit est-il un idéal ou un correctif ? Ces interrogations rappellent un choix assez fondamental entre deux courants, l'idéalisme et le positivisme. La première doctrine estime qu'il existe un idéal de justice au dessus de l'ensemble des règles qui constituent le « droit positif » et que l'homme pourrait découvrir à l'aide de sa seule raison. Le rôle du droit serait uniquement de permettre à l'*Homo Oeconomicus* de prendre des décisions qui, guidées par sa raison, aboutiront au « juste » prix sur les marchés financiers, c'est-à-dire à la « vraie » valeur des biens échangés. La doctrine positiviste considère au contraire que le droit est le reflet de l'observation d'une réalité sociale dont il faut tirer les conséquences. En l'absence de rationalité des agents, le prix fourni par le marché ne serait pas la meilleure estimation possible de la vraie valeur du bien. L'intervention du législateur devrait alors être repensée pour adapter le système juridique aux réalités observées sur les marchés financiers.

La multiplication des anomalies boursières a facilité les critiques adressées à la finance classique et a favorisé l'émergence de plusieurs tentatives d'explications du fonctionnement

des marchés. Mais élaborer des propositions suffisamment solides pour concurrencer le paradigme de l'efficacité est bien plus difficile que de dénoncer ses failles. Les explications alternatives abondent et sont souvent réalisées par des spécialistes issus d'autres disciplines que la finance. L'originalité de ces nouvelles approches provient de leur caractère transdisciplinaire. La finance est alors analysée sous l'angle de la sociologie⁹, de la génétique¹⁰, de la neurologie¹¹, de la physique¹², de la psychanalyse¹³ ou encore de la psychologie¹⁴.

Nous avons choisi de porter notre attention sur l'explication psychologique des marchés financiers, souvent appelée finance comportementale, non parce que cette théorie rencontre un intérêt étonnant chez les financiers, qu'elle fait l'objet d'un nombre croissant de publications dans les revues de premier rang, qu'elle a été propulsée au devant de la scène par l'éclatement de la bulle Internet en 2000, ou encore qu'elle a définitivement acquis ses lettres de noblesse par l'attribution du prix Nobel d'économie à Daniel Kahneman et Vernon Smith en 2002 pour leurs travaux dans ce domaine, mais parce que la finance comportementale est bien plus qu'une théorie alternative à la finance classique. C'est une façon révolutionnaire d'appréhender le processus décisionnel que tout humain doit constamment effectuer. Conçue à l'origine pour fournir une meilleure explication des marchés financiers, l'approche comportementale a en réalité un potentiel insoupçonné. L'exploration de la voie comportementale permet de repenser le système juridique et le rôle du législateur. Le

⁹ Voir à ce sujet, Olivier Godechot, *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers*, La découverte, 2001, qui envisage la Bourse comme une institution humaine peuplée de traders et de vendeurs simplement affairés à leur commerce quotidien : arbitrage et spéculation. La « salle des marchés » est analysée par le biais des agents économiques qui y travaillent, avec leur parcours, leur fonction, leur sociabilité, leurs hiérarchies et leurs conflits.

¹⁰ Les algorithmes génétiques permettent de résoudre les problèmes d'optimisation particulièrement difficiles et de représenter les stratégies de R&D adaptatives des firmes. Voir à ce sujet, Th. Vallée et M. Yildizoglu, « Présentation des algorithmes génétiques et leurs applications à l'économie », Working Paper, Septembre 2001, Université Montesquieu Bordeaux IV.

¹¹ La neuroéconomie étudie l'influence des facteurs cognitifs et émotionnels dans les prises de décisions. A la différence de l'économie comportementale qui s'intéresse aux comportements individuels et collectifs, la neuroéconomie examine les bases neurobiologiques de ces comportements. Plus précisément la neurofinance dévoile, grâce aux progrès de l'imagerie médicale, les fondements biologiques de la prise de décision financière. Voir à ce sujet, J. Zweig, *Your Money & Your Brain* Simon & Schuster, 2007.

¹² Théorie permettant de prévoir les krachs boursiers à partir de l'évolution réelle d'indices boursiers et basée sur l'analogie avec des systèmes oscillatoires non linéaires tels que les ondes sonores émises lors de tremblements de terre ou plus généralement de matériaux en cours de rupture. Voir à ce sujet, N. Vandewalle, M. Ausloos, Ph. Boveroux et A. Minguet, « How the Financial crash of October 1997 could have been predicted », *The European Physical Journal*, avril 1998.

¹³ La « macropsychanalyse » est une tentative de transposition du « modèle freudien » aux « groupes structurés ». Voir à ce sujet, Levy-Garboua et G. Maarek, *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, Paris, PUF, 2007.

¹⁴ L'économie comportementale étudie le comportement des êtres humains dans les situations économiques. Plus particulièrement, la finance comportementale est l'étude des comportements en situation de marché financier.

caractère novateur de cette théorie ne l'empêche pas de présenter une maturité surprenante. Déjà perçue comme « la véritable troisième voie », elle se présente comme une synthèse entre les idées de droite conceptualisées par Milton Friedman, et la pensée de la gauche, dont John Maynard Keynes, en faveur de l'interventionnisme, a posé les fondations. L'ambition du courant comportementaliste est donc d'influencer les pouvoirs publics. Il lui fallait pour cela un visage politique, ce qu'ont entrepris Thaler et Sunstein. Ce visage porte désormais un nom : le « paternalisme libéral »¹⁵. Pour favoriser la diffusion de leurs idées et emporter l'adhésion du public, Thaler et Sunstein ont créé un concept, le *Nudge*¹⁶. Mais encore fallait-il approcher suffisamment les pouvoirs publics pour être capables de concrétiser leur théorie. C'est désormais chose faite : les comportementalistes les plus éminents ont rejoint l'équipe gouvernementale du nouveau président américain Barack Obama. Ce dernier a côtoyé Sunstein à l'Université de Chicago où ils ont tous deux enseigné et a fini par le recruter comme conseiller informel pendant sa campagne. En janvier dernier, Sunstein a été nommé directeur du *White House Office of Information and Regulatory Affairs*, ce qui devrait lui permettre de réguler des pans entiers de la société américaine. Barack Obama s'est constitué une véritable « *behavioral dream team* » en recrutant notamment parmi les membres de la *Behavioral Economics Roundtable* qui regroupe les vingt-neuf comportementalistes les plus reconnus. Richard Thaler, Daniel Kahneman ou Dan Ariely¹⁷ se voient offrir une opportunité unique de réaliser ce changement attendu par les américains sur lequel Obama a fondé sa campagne. Cette « nouvelle philosophie de gouvernement » traverse sans peine les océans. David Cameron, le chef des conservateurs britanniques, puise son inspiration politique dans la même source que celle d'Obama. La finance comportementale aurait même été l'invitée officieuse du sommet du G20 qui s'est tenu à Londres le 2 avril dernier. La crise actuelle conduit les dirigeants à s'intéresser aux propositions formulées par cette nouvelle finance, qui constitue peut-être une réponse à la débâcle des marchés financiers.

La curiosité du juriste est naturellement aiguisée par de telles réflexions. Il va lui falloir repenser le droit des marchés financiers et plus généralement le système juridique dans son ensemble. Le droit est le moyen d'intervention étatique par excellence. Si le rôle de l'Etat est renouvelé, alors il faudra adapter l'outil juridique pour permettre la mise en œuvre de cette nouvelle politique économique. La réglementation actuelle fondée sur le paradigme de

¹⁵ Richard Thaler est l'inventeur de l'expression « paternalisme libéral ».

¹⁶ R. Thaler et C. Sunstein, *Nudge: improving decisions about health, wealth and happiness*, Penguin Usa, février 2009.

¹⁷ D. Ariely, *Predictably Irrational*, Harper Collins, février 2008.

l'efficacité des marchés a montré ses limites. Le réel concret n'est pas le rationnel rêvé. Un système juridique efficace doit intégrer cette réalité pour pouvoir ensuite la réglementer. Une règle de droit ne doit pas être envisagée comme gouvernant des *Homo Oeconomicus* si tous les individus ne sont pas véritablement rationnels. « Le droit n'est pas cet absolu dont nous rêvons »¹⁸. Préférons Aristote à Platon. Cette approche méthodologique basée sur l'observation permettra alors d'élaborer des mécanismes correcteurs. Telles sont les pistes de réflexion juridique lancées par la finance comportementale.

Il serait cependant « irrationnel » de croire que la finance comportementale suffit à guérir tous les maux. Sa faculté à s'immiscer dans tous les domaines est à la fois sa force et sa principale faiblesse. Dès lors qu'un choix doit être fait, l'approche comportementale peut être adoptée. Le principal ennemi de la finance comportementale, c'est l'engouement qu'elle génère. Conçue à l'origine comme une alternative au paradigme de l'efficacité, elle semble aujourd'hui victime de son succès. Il faut garder à l'esprit qu'il n'existe pas de théorie suprême permettant de rendre intelligible le hasard boursier. La finance classique a échoué sur ce point et il ne faut pas que ce soit le but recherché par la finance comportementale ou elle risque de subir le même sort.

Il s'agira tout d'abord d'étudier, par l'analyse du processus de formation des prix, en quoi l'explication fournie par la finance comportementale permet une meilleure compréhension des marchés financiers, détrônant ainsi le paradigme de l'efficacité (Première Partie). La portée potentielle de cette nouvelle théorie dépassant largement le seul cadre financier, il conviendra alors de repenser notre système juridique dans une approche comportementale (Seconde Partie).

¹⁸ Doyen Jean Carbonnier

PREMIERE PARTIE

LA THEORIE ECONOMIQUE BOULEVERSEE PAR LA FORCE EXPLICATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE

Toute la finance moderne s'est construite sur la base de la théorie de l'efficience des marchés financiers. S'appuyant sur les mathématiques, elle fut qualifiée par la quasi-totalité des auteurs, et c'est encore l'opinion dominante, de paradigme scientifique. Evoquer simplement sa remise en cause aurait relevé de l'hérésie. Seul le marché osa en révéler les faiblesses (I), rendant alors possible l'avènement de la finance comportementale. Celle-ci a eu l'occasion de présenter sa conception des marchés financiers, et le résultat est surprenant (II).

I. Une théorie de l'efficacité insuffisante

La pensée économique néolibérale a largement influencé l'analyse des marchés financiers faite par la finance classique. Son raisonnement, dont la rigueur s'inspire des démonstrations mathématiques, semble infaillible (A). Mais bénéficier d'une assise théorique solide ne suffit pas à appréhender les marchés. Adoptant une approche platonicienne, la théorie de l'efficacité tente de nier le réel, mais celui-ci finit par le rattraper (B).

A. Une construction théorique puissante

Toute la finance moderne s'est construite sur la théorie de l'efficacité des marchés financiers (1). La transparence et les obligations d'information sont la traduction juridique de cette théorie (2).

1. La formation du prix selon la théorie de l'efficacité

Au sens courant, l'efficacité est la capacité d'obtenir de bonnes performances dans un type de tâche donné. Un marché financier est donc efficace s'il remplit son rôle, c'est-à-dire permet le financement des entreprises¹⁹ et assure une réallocation des ressources²⁰. Plus particulièrement, la littérature financière définit la notion d'efficacité des marchés comme la somme de trois dimensions interdépendantes: l'efficacité allocationnelle, l'efficacité opérationnelle et l'efficacité informationnelle.

L'efficacité allocationnelle concerne la répartition du capital. Un marché est dit allocationnellement efficace lorsqu'il a la capacité d'orienter les flux d'épargne vers les meilleurs projets d'investissement, contribuant au développement de l'économie. Le marché conduit alors à une allocation optimale des ressources. Une telle efficacité implique que « le

¹⁹ Par l'émission de titres sur le marché primaire.

²⁰ Par les achats et ventes de titres sur le marché secondaire ou par des rapprochements d'entreprises.

prix des actifs évolue de manière à égaliser les taux marginaux de rendement ajustés pour le risque entre tous les épargnants et tous les investisseurs »²¹.

L'efficacité opérationnelle ou organisationnelle est liée au coût d'obtention du capital. Elle conduit à une confrontation optimale des offreurs et des demandeurs de capitaux, faisant ainsi jouer aux intermédiaires financiers un rôle primordial. Ces derniers doivent mettre en relation de manière satisfaisante les offreurs et les demandeurs de capitaux et ce, au coût le plus faible tout en retirant une « juste » rémunération.

Enfin, Fama (1965) donna la première définition de l'efficacité informationnelle des marchés: un marché financier est dit informationnellement efficace si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif. Il en résulte que ce prix reflète les valeurs économiques sous-jacentes de ces derniers.

L'efficacité allocationnelle est subordonnée à l'efficacité informationnelle et opérationnelle, de sorte que ces trois types d'efficacité sont étroitement corrélés. Ce n'est en effet que sur la base de prix reflétant toute l'information disponible que pourra s'effectuer une allocation optimale des ressources.

Une attention particulière doit être portée à l'hypothèse d'efficacité informationnelle du marché qui est au centre des débats concernant le comportement du prix. A l'origine de cette hypothèse se trouve l'idée selon laquelle les titres possèdent une vraie valeur appelée « valeur intrinsèque » ou « valeur fondamentale ». Cette valeur préexiste objectivement aux marchés financiers et ceux-ci doivent en fournir l'estimation la plus fiable et précise. La valeur fondamentale est égale à la valeur escomptée du flux des revenus futurs auxquels le titre donne droit. Ces revenus futurs étant à priori inconnus, l'investisseur est conduit à les anticiper subjectivement en s'appuyant sur ses connaissances et les informations dont il dispose. Ce sont les mathématiques qui permettent de définir ces anticipations, les rendant ainsi objectives. La théorie de l'efficacité repose donc sur l'hypothèse très forte que le futur est probabilisable. C'est en cela que la finance classique se veut scientifique. La seule variable pertinente est alors l'information disponible et non les opinions personnelles des agents.

Si les anticipations des opérateurs de marché sont rationnelles²², c'est-à-dire basées sur toute l'information pertinente disponible, alors il existe entre ces opérateurs un consensus sur la

²¹ B. Colmant, R. Gillet et A. Szafarz, *Efficacité des marchés: concepts, bulle spéculative et image comptable*, Larcier, 2003.

valeur fondamentale. Les prix reflèteront à tout moment la meilleure estimation possible de la vraie valeur du bien. L'hypothèse dite d'« anticipations rationnelles »²³ est donc une condition essentielle à l'efficience informationnelle du marché et constitue d'ailleurs le trait de caractère dominant de l'*Homo Oeconomicus*.

A partir de là, les changements de prix s'expliquent par la survenance d'une information nouvelle. Les cours boursiers évoluent en fonction de l'information qui elle-même varie de façon aléatoire, ce qui entraîne l'imprévisibilité des cours. Ce raisonnement est connu sous le nom de « marche au hasard » (*random walk*), concept issu de la thèse du mathématicien français Louis Bachelier²⁴ puis développé par Fama en 1965. La nouvelle information devenue disponible, elle va être instantanément exploitée et incorporée dans les prix du fait de la rationalité des agents. Ceux-ci réagissent immédiatement et adéquatement à la survenance de toute information nouvelle. Dans un tel schéma, l'information est considérée comme gratuite et les coûts de transaction ne sont pas pris en compte.

Conscient que l'affirmation selon laquelle les prix sur un marché efficient reflètent totalement l'information disponible est trop générale pour pouvoir être testée, Fama (1970) a développé trois formes d'efficience se distinguant par le contenu informatif auquel elles se réfèrent : l'efficience au sens faible (*weak hypothesis*)²⁵, l'efficience au sens semi-fort (*semi strong hypothesis*)²⁶ et enfin l'efficience au sens fort (*strong hypothesis*)²⁷.

Une version plus modeste de l'efficience fut proposée par Jensen (1978), version qui repose sur la notion d'arbitrage. Aux yeux de la finance néoclassique, le prix est constamment le reflet de toute l'information disponible, et il ne peut donc pas exister d'opportunité d'arbitrage, c'est-à-dire de stratégie d'investissement qui garantisse un gain positif ou nul sur la base d'un capital initial nul. L'absence de telles opportunités d'arbitrage serait même, selon

²² Selon les *Principes d'économie* de Stiglitz, « les anticipations des individus sont rationnelles s'ils tiennent pleinement compte de toutes les données pertinentes disponibles ».

²³ Introduite par John Muth en 1961.

²⁴ Thèse sur le comportement des cours boursiers publiée à Paris en 1900.

²⁵ Sur un marché faiblement efficient, les prix incorporent à chaque instant le seul historique des prix passés et des rendements antérieurs.

²⁶ La forme semi-forte de l'efficience soutient que les prix intègrent parfaitement toutes les informations comprises dans la forme faible de l'efficience ainsi que toutes les informations publiques concernant la situation des entreprises.

²⁷ L'efficience forte est celle qui caractérise un marché dont les prix incorporent toute l'information disponible, qu'elle ait été rendu publique ou non. Sur un tel marché, l'information privilégiée est très rapidement incorporée dans les prix d'équilibre et les profits d'initiés pratiquement inexistantes.

certain auteurs,²⁸ le concept central sur lequel repose la théorie classique. C'est sur cette notion que Jensen s'appuya pour établir une nouvelle définition de l'efficience informationnelle, moins restrictive que celle de Fama : « sont maintenant réputés efficaces les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transactions engendrés par cette action ». Les coûts liés à la collecte des informations ainsi que ceux liés aux transactions sont cette fois pris en compte. Il résulte de cette nouvelle version de l'efficience qu'il est impossible pour les investisseurs de « battre le marché », à moins d'accepter un niveau de risque plus élevé, ce qui se mesure par un supplément de rendement ou prime de risque. Mais cela implique également une probabilité plus grande de se faire battre par le marché. Il est donc plus raisonnable et moins coûteux d'imiter le marché par le biais d'un portefeuille reproduisant sa performance globale plutôt que de conduire une gestion active. C'est ce que présente la théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952)²⁹ en application de laquelle un portefeuille diversifié garantit une performance optimale. Quelques années plus tard, Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) et Black (1972) développèrent dans le prolongement des travaux de Markowitz, le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) qui permet de décrire la relation liant la rentabilité des actifs financiers et leur risque.

Enfin, il est important de préciser qu'il n'est pas nécessaire que tous les agents économiques soient rationnels pour que l'hypothèse d'efficience soit valide. Deux situations peuvent être envisagées. Si les estimations des investisseurs irrationnels ne sont pas corrélées, alors elles se compensent mutuellement et annulent leurs effets en application de la loi des grands nombres³⁰. Le prix demeure alors au voisinage de la valeur fondamentale. Si les estimations des investisseurs irrationnels sont corrélées, c'est l'arbitrage qui permettra cette fois l'efficience. Les arbitragistes rationnels se porteront acquéreurs des titres sous-évalués et vendeurs de titres surévalués jusqu'à ce que le prix soit ramené à son niveau fondamental. A long terme, l'investisseur irrationnel est conduit à perdre de l'argent et sera éliminé du

²⁸ A. Orléan, « Efficience informationnelle versus finance comportementale ».

²⁹ H. Markowitz, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 1952.

³⁰ En statistiques, la loi des grands nombres indique que lorsque l'on fait un tirage aléatoire dans une série de grande taille, plus on augmente la taille de l'échantillon, plus les caractéristiques statistiques de l'échantillon se rapprochent des caractéristiques statistiques de la population. Autrement dit, plus le nombre d'agents économiques est important, et à condition que leurs comportements soient aléatoires, alors plus la moyenne des mouvements des gens irrationnels tend vers zéro et donc plus le prix se rapproche de la valeur fondamentale.

marché : une telle sélection rend impossible l'existence d'une spéculation déstabilisatrice durable, conformément à l'argument de Friedman.

Pour que le prix se forme dans les conditions précédemment décrites, encore faut-il que toute l'information pertinente soit disponible. L'efficacité informationnelle a trait à la transparence, et l'outil juridique intervient alors pour s'assurer que les renseignements nécessaires à la prise d'une décision rationnelle soient divulgués.

2. La traduction juridique de la théorie de l'efficacité

Dans un marché idéal, les agents ont accès à toute l'information, supposée gratuite, relative aux avantages et aux risques que comportent les décisions financières. Le rôle du droit des marchés financiers est de garantir une telle situation d'absence d'« asymétrie d'information ». Le principe d'efficacité caractéristique du droit financier commande alors d'assurer l'efficacité du marché. Les régulateurs actuels cherchent à élaborer des règlements permettant que l'information divulguée soit la plus complète possible, mais aussi exacte et de qualité. La mise en place de ce droit à la recherche de l'efficacité économique témoigne de la victoire des néolibéraux sur les tenants de l'Etat Providence. Ces cinquante dernières années ont en effet marqué le passage d'un Etat Providence à un Etat régulateur. Dans le paradigme de l'efficacité, la rationalité des agents conduit naturellement au prix le plus proche de la valeur fondamentale. Dès lors le rôle de l'Etat doit se limiter à celui d'arbitre du jeu économique, intervenant uniquement pour apaiser les tensions et régler les éventuels conflits. L'information occupe un rôle essentiel sur les marchés financiers « tant au plan économique dans la mesure où l'efficacité des marchés financiers se mesure au niveau d'information disponible sur les titres et leurs émetteurs, qu'au plan juridique, où l'information est la matière première, l'objet privilégié de la réglementation »³¹. Selon certains auteurs, la transparence est un dispositif contraignant qui fonctionne à la manière du « Panoptique » imaginé par le philosophe utilitariste Bentham³². Il s'agit d'un type d'architecture carcérale dont l'objectif est de permettre à un individu, logé dans une tour centrale, d'observer tous les prisonniers enfermés dans des cellules individuelles autour de la tour, sans que ceux-ci ne

³¹ F-B. Cross et R-A. Prentice, « The Economic Value of Securities Regulation », *28 Cardozo Law Review* 333, 2006.

³² D. Bessire, « Gouvernance d'entreprise : que cache le discours sur la transparence ? », Laboratoire Orléanais de Gestion, 2003 ; M. Foucault, *Surveiller et punir, Naissance de la prison*, Gallimard, 1975.

puissent savoir s'ils sont observés. Appliqué aux marchés financiers, il s'agit d'imposer aux différents agents des obligations d'information, créant comme chez les détenus un « sentiment d'omniscience invisible » (Bentham).

Les phénomènes de concentration des Bourses et de mondialisation expliquent qu'une réglementation communautaire fournie se soit développée ces dernières années. Les obligations d'information incombant à l'émetteur d'instruments financiers sont précieuses pour calculer la valeur fondamentale de l'action. Il s'agit notamment de l'obligation faite à toute société, et posée par la Directive Prospectus de 2003³³, de publier un prospectus complet et compréhensible avant de faire une offre au public de valeurs mobilières³⁴. Le contenu de ce document est très réglementé, notamment par le règlement d'application de 2004³⁵ qui précise les schémas à respecter en fonction de l'opération projetée. Figurent par exemple dans un prospectus, et la liste est loin d'être exhaustive, les informations comptables des trois derniers exercices, une déclaration de fonds de roulement net, une déclaration sur les capitaux propres et l'endettement, une rubrique « facteurs de risque » et éventuellement les prévisions de bénéfice. Le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (articles 212-26 et 212-27) impose ensuite que la diffusion du prospectus dans le public soit effective. La communication promotionnelle du prospectus est strictement encadrée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) afin de ne pas induire les investisseurs en erreur.

Evidemment, la Directive Transparence³⁶ est d'une importance toute particulière en la matière. Elle fait peser des obligations d'information sur l'émetteur mais aussi sur l'investisseur. Périodiquement l'émetteur doit informer le public par le biais du rapport financier annuel (article L 451-1-2 I Code Monétaire et Financier), du rapport financier semestriel (article L 451-1-2 II CMF), de l'information semestrielle (article L 451-1-2 IV CMF), du rapport annuel sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise, du communiqué relatif aux honoraires des commissaires aux comptes, ou encore de l'information relative au nombre total des droits de vote et au nombre d'actions composant le capital de la

³³ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation.

³⁴ L'ordonnance du 22 janvier 2009 a aligné la terminologie française sur la terminologie européenne. La réforme substitue les notions d'offre au public de titres financiers et d'admission aux négociations sur un marché réglementé à la notion française d'appel public à l'épargne.

³⁵ Règlement (CE) de la Commission n°809/2004 du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE dite prospectus.

³⁶ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

société. De manière permanente, les émetteurs doivent notamment communiquer le descriptif des programmes de rachat d'actions, et les investisseurs doivent déclarer le franchissement de certains seuils de participation (article L 233-7 Code de Commerce).

D'une manière plus générale, l'émetteur doit fournir au public une information exacte, précise et sincère. Selon l'article 223-2 du règlement général de l'AMF et en application de la Directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché³⁷, il doit porter à la connaissance du public toute information privilégiée qui le concerne directement, c'est-à-dire toute information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés.

La suppression de la règle de concentration des ordres et la mise en concurrence entre places de négociation effectuées par la Directive Marchés d'Instruments Financiers (MIF)³⁸ risquaient d'entraîner une dégradation de la qualité du prix. Pour contrer ce risque de fragmentation, la Directive met en place des règles de transparence pré et post négociation applicables aux différents modes de négociation.

Pour achever ce tour d'horizon des obligations d'information, qui ne prétend pas à l'exhaustivité, il est possible de mentionner le dispositif « anti-rumeurs » mis en place par la loi du 31 mars 2006. Aussi connu sous le nom « d'amendement Danone », il présente l'originalité de mettre au grand jour les intentions même des initiateurs³⁹. Dépassant le seul domaine des faits, il révèle l'exigence croissante des régulateurs.

Si ces règles permettent aux agents économiques de disposer de l'information nécessaire au calcul de la valeur fondamentale, encore faut-il que cette information soit de qualité pour ne pas les induire en erreur. Le règlement général de l'AMF prévoit donc que l'information fournie doit être exacte, précise et sincère. Le pendant de cette obligation générale est l'interdiction faite à toute personne de répandre des informations fausses ou trompeuses. L'élaboration des nouvelles normes comptables IFRS (*International Financial Reporting Standards*) a précisément pour objectif de fournir une information comptable de meilleure qualité.

Toutes ces obligations concourent à une formation efficiente du prix sur les marchés financiers et ont donc un rôle préventif indéniable. Pour en assurer l'efficacité, ce dispositif

³⁷ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

³⁸ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

³⁹ L'article L 433-1 V du CMF impose à toute personne de déclarer ses intentions sur l'éventualité du dépôt d'un projet d'offre, lorsqu'existent des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique, notamment en raison de mouvements significatifs en prix ou en volume sur les titres d'une société déterminée.

est assorti d'un régime de responsabilité sévère, comme en témoignent les nombreuses sanctions pénales.

L'influence de la pensée économique néolibérale sur le fonctionnement des marchés est telle que le droit positif des marchés financiers apparaît comme la transposition juridique du concept économique d'efficacité. Elle conduit en pratique à soumettre l'ensemble des intervenants à un principe de visibilité obligatoire. S'il « est difficile de ne pas être impressionné par l'étendue et la puissance des arguments théoriques en faveur de l'efficacité des marchés »⁴⁰, ce sont les études empiriques qui ont révélé les failles de ce paradigme.

B. Une application empirique décevante

Certains phénomènes observés sur les marchés financiers sont difficilement appréhendés par la théorie de l'efficacité. La multiplication des anomalies observées (1) ainsi que les bulles spéculatives (2) sont un challenge pour les tenants de la finance classique. Ceux-ci essaient de la sauver mais les arguments avancés ne sont que partiellement convaincants.

1. La saisonnalité, la rentabilité et la météorologie

De nombreuses études menées depuis une vingtaine d'années présentent des résultats contraires à la théorie de l'efficacité des marchés. La multiplication de ces inefficiences, qualifiées d'« anomalies », rend délicat l'établissement d'une nomenclature complète. Il conviendra donc d'étudier les principales anomalies détectées sur les marchés que constituent la saisonnalité, la rentabilité et la météorologie.

Préalablement, il est intéressant de présenter le célèbre paradoxe de Grossman-Stiglitz (1980) qui de façon extrêmement simple met en lumière les contradictions internes à la théorie de l'efficacité. Son énoncé est le suivant : si un marché est efficace du point de vue de l'information, autrement dit toute l'information pertinente est contenue dans les prix de marché, et si l'information est coûteuse⁴¹, alors aucun agent n'est incité à acquérir de

⁴⁰ Schleifer (2000).

⁴¹ Ce qui est généralement le cas.

l'information sur laquelle sont fondés les prix. En effet, ce prix constitue lui-même une source d'information alternative, gratuite et fiable. Mais si personne ne s'informe, alors le prix ne saurait être efficient. Le cours ne reflétant plus toute l'information pertinente, certains agents devraient payer pour devenir informés. Ainsi, un équilibre efficient au plan de l'information n'existe pas.

Contredisant l'hypothèse d'efficience des marchés, certaines études empiriques ont montré que les prix sont parfois prévisibles en raison de certains phénomènes de saisonnalité. Par exemple, le prix a tendance à diminuer le lundi, plus particulièrement pendant la première heure de transaction (effet lundi) et à augmenter le vendredi (effet week-end). Une étude menée de 1953 à 1977 sur l'indice boursier américain S&P500 montre une rentabilité négative de -0,168% le lundi⁴². Egalement, le prix semble en moyenne augmenter les veilles de jours fériés⁴³. De telles anomalies sont appelées « effets jours ».

L'existence d'une saisonnalité du rendement des actions n'est pas uniquement liée aux jours de la semaine. Elle s'observe aussi au niveau annuel et met alors en évidence ce que l'on dénomme les « effets mois ». Ainsi, des observations empiriques ont montré que les prix diminuent en décembre pour augmenter en janvier. C'est l'effet janvier ou effet de fin d'année.

D'autres effets calendaires ont été mis en évidence : le prix serait plus élevé le mercredi et les veilles de jours fériés, plus faible en septembre, et plus fort les quinze premiers jours du mois par rapport aux quinze derniers (effet changement de mois). Les tentatives d'explication de ces anomalies s'appuient souvent sur des arguments étrangers au concept d'efficience, tels que la fiscalité ou encore la qualité et la quantité de l'information.

Pour les auteurs de la finance classique, l'effet janvier est tout à fait explicable par la fiscalité et ne remet donc pas en cause l'hypothèse d'efficience. C'est en effet à cette période de l'année que les investisseurs déduisent fiscalement les moins-values constatées sur les titres, réduisant ainsi le résultat imposable. Un tel argument n'emporte cependant pas la conviction. C'est oublier qu'au Japon, en Angleterre ou encore en Australie, où l'effet janvier est aussi observable, l'année fiscale ne coïncide pas avec l'année civile.

Ce sont aussi les obligations d'information qui font l'objet de critiques par les défenseurs de la théorie de l'efficience. Ceux-ci dénoncent les effets néfastes de la surinformation. Une information trop dense et détaillée est difficile d'accès et devient ainsi contre-productive. Sont

⁴² French 1980

⁴³ Ariel 1990

aussi visées les obligations d'information comptables et financières qui encouragent les émetteurs à privilégier leurs résultats de court terme pour satisfaire les attentes du marché. L'allègement des obligations d'information à l'égard des investisseurs qualifiés est également remis en cause. Ceux-ci peuvent ne pas appréhender correctement les risques attachés à certains produits financiers, comme en témoigne la crise actuelle des *sub primes*. Les nombreuses défaillances des analystes financiers et des agences de notations sont aussi décriées.

Une seule explication des effets calendaires fait appel à l'efficience des marchés. De telles anomalies constituent des opportunités de gain que les agents, rationnels, vont exploiter. Les investisseurs vont acheter fin décembre et revendre fin janvier pour profiter de l'effet janvier, et ils vont acheter le lundi et vendre le vendredi pour tirer avantage de l'effet lundi. La révélation d'un tel évènement engendre les forces concurrentielles qui la détruiront. Un auteur a pu affirmer que « L'effet janvier semble avoir disparu aussitôt après avoir été découvert » (Malkiel 2003).

A côté des anomalies calendaires, les études empiriques ont fait apparaître des différences significatives entre les rendements observés et les rendements théoriques calculés sur la base du modèle d'évaluation (MEDAF). Une de ces anomalies de rendement est appelée « effet taille ». Sur une période allant de 1936 à 1975, Banz (1981) a montré que pour des titres ayant théoriquement le même risque, les rendements des sociétés cotées de taille relativement petite étaient supérieurs à ceux des sociétés de plus grande dimension. Cela signifie que les investisseurs exigent une prime de risque plus importante pour les titres des petites sociétés, ce qui est injustifié en application du MEDAF. L'explication la plus convaincante est de considérer que les petites entreprises présentent un risque de liquidité qui les rend peu désirables pour les fonds de placement. Le volume des transactions journalières sur ces titres étant faible, un ordre d'achat ou de vente d'un bloc de titres est susceptible d'engendrer une variation importante du prix ou pire encore de s'avérer inexécutable.

Enfin, différentes études ont mis en évidence l'existence d'anomalies météorologiques. Saunders (1993) a mis en évidence une corrélation entre les variations quotidiennes de l'indice *Dow Jones* de 1927 à 1989 et le degré de couverture nuageuse à *Central Park*. Dans une étude plus récente intitulée *Good Day Sunshine: Stocks Returns and the Weather*, David Hirschleifer et Tyler Shumway (2003) analysent la relation entre les conditions météorologiques de 26 villes et la performance des marchés des actions sur la période allant

de 1982 à 1997. Ils aboutissent à la conclusion qu'il existe une corrélation importante entre le degré d'ensoleillement et les rendements positifs des actions en question. Par contre les résultats ne semblent pas affectés par la prise en compte d'autres variables telles que l'enneigement ou la pluviosité. Si les coûts de transaction sont suffisamment faibles, il sera possible de mettre en place des stratégies profitables fondées sur les prévisions météorologiques. Le prix perd alors son caractère imprévisible, ce qui n'est pas conciliable avec la théorie de l'efficience. Mais même s'il n'est pas possible de battre le marché en raison des coûts de transaction, il est difficile de comprendre ces résultats sous l'angle de l'efficience selon laquelle le prix reflète toute l'information disponible. En effet, les prévisions météorologiques relayées par les médias sont accessibles à tous les agents. A partir des mêmes informations, ceux-ci devraient aboutir à la meilleure estimation de la valeur fondamentale grâce à leurs anticipations rationnelles.

Force est de constater que les résultats empiriques inconciliables avec le modèle d'efficience des marchés financiers se multiplient. Mais c'est surtout la survenance de crises qui remet en cause la finance classique, en raison de la gravité et de l'ampleur de ce type de phénomène.

2. Volatilité et krachs boursiers

La logique de l'efficience conduit le marché à produire des estimations justes. Le prix observé sur le marché ne peut en théorie jamais s'éloigner durablement de la valeur fondamentale. Les travaux de Schiller (1981), basés sur les prix et les dividendes observés, montrent que la volatilité des cours boursiers est trop importante pour être justifiée par la variation des dividendes. Autrement dit, une chute aussi brutale et importante des cours ne peut s'expliquer par une variation équivalente des valeurs fondamentales. Les cours des actions témoignent d'une volatilité excessive par rapport aux fondamentaux, et plus particulièrement par rapport aux dividendes. Cette volatilité remet en cause l'hypothèse d'efficience des marchés financiers.

Les krachs boursiers sont en effet les manifestations d'une volatilité excessive des actifs financiers. La volatilité mesure l'amplitude et la fréquence des variations de cours d'un instrument financier. Si l'hypothèse d'efficience était vérifiée, la volatilité des prix observés ne devrait pas être trop importante par rapport à celle des valeurs fondamentales. Aux yeux de la théorie de l'efficience, les crises sont des accidents momentanés. Selon Malkiel (2003), les

bulles sont l'exception qui confirme la règle. La théorie de l'efficience ne conçoit la crise que comme le produit d'une irrationalité passagère.

Dans le cadre de la finance classique, il est difficile d'appréhender les phénomènes liés à une volatilité excessive, qu'il s'agisse de bulle, de krach ou de crise. Une bulle spéculative se définit traditionnellement comme un écart important et persistant entre la valeur fondamentale d'un actif et son prix observé sur le marché. Généralement, la présence d'une bulle entraîne une divergence de plus en plus grande entre le cours observé et sa valeur fondamentale, jusqu'à son « éclatement » qui provoque un effondrement des prix dénommé krach. Une telle chute peut dégénérer en crise par un effet de contagion et touchant alors les entreprises, les banques et les particuliers.

L'identification empirique des bulles elle-même est contestée par les auteurs néoclassiques. Les tenants les plus extrêmes de l'hypothèse d'efficience du marché restent sceptiques quant à la réalité du phénomène de bulle spéculative en général. Le premier épisode boursier révélateur concerne les bulbes de tulipe en Hollande entre 1634 et 1637. L'accident le plus connu reste celui d'octobre 1929 qui a entraîné la « grande dépression » des années trente. La plupart des auteurs analysent ces événements comme des bulles spéculatives. Cependant P. Garber (2000) considère que la « Tulipomanie » hollandaise n'était pas une bulle. Il affirme que la spéculation n'« était qu'un passe-temps d'hiver insignifiant, joué autour d'une table par des gens hantés par la peste qui essayaient de se distraire en pariant sur un marché de la tulipe en pleine effervescence ». De même, A. Goldgar (2007) affirme que la spéculation n'a jamais été un phénomène de masse mais n'a concerné qu'« un petit nombre d'individus ». Donaldson et Kamstra⁴⁴ poussent la provocation en prétendant que le krach de 1929 ne serait pas l'éclatement d'une bulle mais la manifestation d'un problème de précision dans le calcul de la valeur fondamentale, ce qui les conduit à élaborer une nouvelle procédure pour la calculer.

Plus récemment, le lundi 19 octobre 1987 (*black Monday*) a eu lieu la plus forte baisse journalière de l'histoire boursière avec une chute du *Dow Jones Industrial Average* de 22,6%. Retenant les leçons de la crise de 1929, la *Federal Reserve* a cette fois augmenté la masse monétaire, évitant ainsi des faillites en cascade uniquement dues à un manque temporaire de liquidités. Egalement, la montée des prix sur les actions de la « nouvelle économie » à la fin

⁴⁴ R. Donaldson et M. Kamstra, « A new dividend forecasting procedure that rejects bubbles in asset price: the case of 1929's stock crash », *Review of Financial Studies*, 1996.

des années quatre-vingt-dix a provoqué la formation de la bulle internet qui atteint son niveau maximum en 2000. La chute des cours n'est cependant pas aussi brutale qu'en 1987 et s'étale sur plusieurs années.

Un auteur⁴⁵ considère que les deux krachs de 1929 et 1987 ne correspondent pas à l'éclatement de bulle. Selon lui les agents économiques de 1929 ont été rationnels si on prend en compte les rendements sur très long terme. Par contre il accorde à la chute des cours des entreprises technologiques la qualification de bulle.

De telles controverses sont révélatrices de la difficulté qu'éprouve la finance classique à penser ce type de phénomène boursier. Pour les appréhender, les partisans de l'efficience ont élaboré une théorie rationnelle des bulles. Selon ce modèle, des bulles peuvent apparaître sur les marchés financiers même si les agents ont un comportement rationnel. Il semble donc que cette théorie s'inscrive parfaitement dans le cadre d'un marché efficient. Les agents économiques sont rationnellement amenés à acquérir le titre à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors qu'ils pensent que d'autres sont prêts à l'acquérir à un prix encore supérieur dans le futur. Cela signifie qu'ils s'attendent à pouvoir le revendre plus cher dans le futur. Leur demande alimente la montée des cours et de telles bulles sont ainsi conformes avec la théorie des anticipations rationnelles. Ils ont conscience de la surévaluation des actifs mais ils anticipent rationnellement la poursuite du mouvement spéculatif. Il a pu être avancé que si le prix augmente beaucoup, il devient difficile de croire que d'autres vont racheter le titre à un prix encore plus élevé. Puisque le prix observé est supposé ne pas pouvoir s'éloigner durablement de la valeur fondamentale, le risque pour un acheteur potentiel s'accroît en même temps que l'écart entre ces deux valeurs. Il est souvent rétorqué à cet argument que le fait qu'avoir déjà atteint une valeur élevée prouve aux acheteurs potentiels que le groupe est prêt à s'éloigner fortement de la valeur fondamentale.

Dans le prolongement des travaux de Schiller (1981), les principaux tests utilisés pour détecter les bulles rationnelles se basent sur la mesure d'une volatilité qui serait excessive. Il s'agit de déterminer si la volatilité du titre testé est trop importante pour n'être due qu'aux changements dans les dividendes anticipés. Les résultats ont montré que les prix ne suivaient pas la trajectoire des valeurs fondamentales. Plusieurs auteurs interprètent alors la théorie des bulles rationnelles comme incompatible avec la théorie de l'efficience.

⁴⁵ J. Siegel, « What Is an Asset Price Bubble? An Operational Definition », *European Financial Management*, 2003

Un auteur⁴⁶ montre cependant que dans le schéma des bulles rationnelles, les anticipations des agents ne portent pas sur la valeur fondamentale, mais sur le prix lui-même. Si tous les agents font le même raisonnement, alors le prix va nécessairement augmenter et les anticipations s'auto-réaliser. C'est le phénomène d'autovalidation des croyances. L'auteur en déduit que la rationalité financière, qui est la recherche du profit maximal, se distingue de la rationalité permettant de déterminer la valeur fondamentale, qu'il dénomme « rationalité fondamentaliste ». La théorie des bulles spéculatives décrit la rationalité financière des agents et non leur rationalité fondamentaliste, mettant ainsi à mal la théorie de l'efficience. Il convient enfin de préciser que la formalisation des bulles rationnelles s'appuie sur des hypothèses théoriques très restrictives, à savoir une durée de vie infinie des actifs et une neutralité des agents vis-à-vis du risque.

La théorie des bulles rationnelles, supposée venir au secours de la théorie de l'efficience qui peine à appréhender certains phénomènes boursiers, peut donc se retourner contre elle. C'est notamment dans le contexte de l'après-krach de 1987 que s'est produite la remise en cause du versant informationnel de la théorie de l'efficience. L'approche comportementale s'est construite sur les insuffisances de la finance classique.

II. Une approche comportementale séduisante

Il faut comprendre la finance comportementale comme étant issue de l'alliance de deux théories distinctes, une théorie financière, à savoir la « *noise trader approach* » (NTA) et une théorie psychologique de la décision, celle des heuristiques développée par Daniel Kahneman et Amos Tversky. La première théorie montre comment, en présence d'investisseurs irrationnels corrélés, l'arbitrage rationnel est impuissant à assurer l'efficience (A). La seconde justifie empiriquement la corrélation des irrationalités en s'appuyant sur les recherches que la psychologie a consacrées aux heuristiques⁴⁷ de décision (B).

⁴⁶ A. Orléan, « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », *Les crises financières*, 2004.

⁴⁷ « Le terme de *biais* renvoie aux distorsions entre la façon dont nous devrions raisonner pour assurer le mieux possible la validité de nos conclusions et la façon dont nous raisonnons réellement. Très souvent, ces biais résultent de l'application d'*heuristiques*. Il s'agit de règles qui conduisent à des approximations souvent efficaces, mais faillibles. Elles permettent notamment de simplifier les problèmes (Yachanin et Tweney,

A. Les fondements de la finance comportementale

Progressivement, les résultats des recherches effectuées en finance comportementale ont fait émerger une approche théorique duale, axée sur la notion d'arbitrage limité (1) et sur l'irrationalité des investisseurs (2).

1. La notion d'arbitrage limité

La finance comportementale conteste fortement la tendance de la finance classique à faire de l'arbitrage le concept capable de corriger les dérives de cours causées par l'existence d'agents irrationnels. Elle met au centre de sa réflexion la corrélation des irrationalités, hypothèse qui sera étudiée plus loin. C'est d'ailleurs de cette corrélation que vient l'expression auparavant utilisée pour la désigner, « Noise Trader Approach ».

A côté de la théorie des bulles rationnelles, un second modèle a été développé pour expliquer le fait que la volatilité des cours des actions soit plus élevée dans la réalité que celle prévue par les fondamentaux. Cette théorie des bulles dites irrationnelles rejette l'hypothèse de rationalité dans les anticipations et celle d'absence d'asymétrie d'information. Elle considère que certains investisseurs ignorants, les « *noise traders* » forment leurs anticipations de manière non rationnelle sur la base de « bruit », c'est-à-dire en utilisant soit de faux signaux, soit des règles stratégiques irrationnelles. Cette expression est donc souvent traduite par le terme « bruiteurs ». La NTA s'intéresse aux situations dans lesquelles les conduites irrationnelles sont suivies par un grand nombre d'agents. Un tel effet de corrélation est inévitable et a un impact effectif sur les prix.

Il est nécessaire de se remémorer le raisonnement de la finance classique montrant qu'il n'est pas nécessaire que tous les agents soient rationnels pour qu'un marché soit efficient. Contrairement à cette analyse, la NTA considère que les mouvements des investisseurs irrationnels sont nécessairement corrélés, et que la présence d'investisseurs avisés sur le

1982). », E. Gardair, « Heuristiques et biais : quand nos raisonnements ne répondent pas nécessairement aux critères de la pensée scientifique et rationnelle », *Revue électronique de Psychologie Sociale*, 2007, pp. 35-46.

marché aux côtés des « noise traders » ne suffit pas à garantir le retour du prix à sa valeur fondamentale. L'arbitrage ne permet pas de ramener le prix à sa valeur fondamentale.

Les mêmes stratégies étant souvent utilisées, les erreurs de jugement ont tendance à être les mêmes et elles s'additionnent au lieu de se compenser comme ce serait le cas si elles étaient aléatoires. La NTA est donc fondée sur l'idée que l'arbitrage n'est en réalité que limité. Une telle remise en cause de l'arbitrage se justifie par l'existence de deux risques principaux auxquels sont confrontés les arbitragistes.

Le premier risque est d'ordre pratique. Si l'on suppose qu'un investisseur observe une action ou un portefeuille dont le cours est surévalué par rapport à sa valeur fondamentale, l'arbitrage sans risque des néoclassiques commande alors qu'il vende ces actions ou ce portefeuille à découvert et rachète ensuite ces titres. Il faut donc pour cela que les actions ou portefeuilles soient parfaitement substituables, ce qui n'est pas le cas en pratique. L'arbitragiste n'a donc pas nécessairement la possibilité de vendre à découvert et d'acheter des titres substituables. Un tel risque survient de manière encore plus forte si l'on se trouve dans une phase de bulle spéculative car durant une telle période, la quasi-totalité des titres sont surévalués.

Le deuxième risque mis en évidence par la NTA est lié à « l'incertitude du prix de revente futur »⁴⁸. Ce risque constitue un argument fondamental car il existe même si les titres financiers sont parfaitement substituables. Il met en avant le fait qu'un écart de prix qui est à la base de l'arbitrage peut perdurer voire s'aggraver. Les erreurs d'évaluations peuvent donc affecter de manière durable les marchés et constituer un obstacle à l'arbitrage. Si l'on reprend l'exemple d'un titre surévalué, l'arbitragiste sera conduit à vendre à découvert, c'est-à-dire à vendre de manière ferme et définitive au prix du jour mais avec une date de livraison différée des titres qu'il ne détient pas encore. Lorsque l'anticipation de baisse se réalise avant l'échéance convenue, l'arbitragiste achètera à ce moment les titres à un prix inférieur au prix convenu réalisant ainsi un gain égal à la différence entre ces prix. Mais si la surévaluation des titres se maintient ou s'accroît, la différence sera négative et l'arbitragiste dégagera une perte.

La coexistence sur le marché des « noise traders » et des investisseurs rationnels ne suffit donc pas à garantir le retour du prix à sa valeur fondamentale. Il faut tirer les conséquences de

⁴⁸ Schleifer et Summers, 1990

cette affirmation, notamment en termes de rationalité. L'opinion des ignorants devient une variable que doivent prendre en compte les investisseurs rationnels. Un tel agent qui connaît non seulement les fondamentaux mais aussi les croyances des « noise traders » est appelé « smart money ». Keynes avait déjà pu exprimer cette idée : les investisseurs professionnels « se préoccupent, non pas de la valeur véritable d'un investissement...mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera trois mois ou un an plus tard ». Pour illustrer ses propos, Keynes prend l'exemple d'un investisseur qui évalue à 30 la valeur fondamentale d'une action dont le cours actuel est de 25 et croyant que trois mois plus tard le marché l'évaluerait à 20. Constatant que le cours de l'action est sous évalué, la théorie de l'efficience lui conseillerait d'acheter cette action lui garantissant ainsi un profit de 5. Mais si l'on prend en compte le fait que le marché évaluera l'action à 20, alors une meilleure stratégie peut être adoptée. L'investisseur a plus intérêt à vendre aujourd'hui le titre pour le racheter quand le cours sera tombé à 20 sous l'action des investisseurs ignorants, puis le revendre lorsque le cours aura atteint 30. Dans cet exemple, la prise en considération de l'opinion des « noise traders » permet d'obtenir un profit trois fois plus élevé⁴⁹.

Surtout, une telle conception de la rationalité remet en cause le caractère stabilisateur de l'arbitrage. Dans le cadre de la théorie de l'efficience, l'intervention des arbitragistes rationnels allait toujours dans le sens d'une diminution de l'écart existant entre le prix observé sur le marché et la valeur fondamentale. Or l'exemple de Keynes montre que les investisseurs rationnels ont intérêt à stimuler les erreurs d'évaluation des « noise traders ». En vendant ses titres à 25 au lieu d'acheter, l'investisseur fait naître une tendance baissière. Il tire avantage du fait que le cours tombe à 20, c'est-à-dire s'écarte plus de la valeur fondamentale. Ce raisonnement démontrant que la présence de rationnels est déstabilisatrice a été mis en scène dans le modèle de De Long, Schleifer, Summers et Waldmann (1990). Ces auteurs prennent l'exemple d'un investisseur rationnel qui, confronté à des « positive feedback traders » achetant quand le cours monte et vendant quand le cours baisse, avait cette fois intérêt à faire naître une tendance haussière. Incitant ainsi les chasseurs de tendance à acheter massivement, le prix augmente d'avantage et est encore plus éloigné de la valeur fondamentale. C'est alors le moment de vendre, juste avant que le prix ne revienne à sa valeur fondamentale. Les auteurs concluent que la rationalité des « *smart money* » peut conduire à un accroissement des

⁴⁹ L'investisseur fait en effet un profit global de 15 se décomposant de la manière suivante : un profit de 5 sur la première opération (25-20) et un profit de 10 sur la seconde (30-20).

inefficiences. De nombreux spécialistes considèrent même qu'une telle attitude contribue largement à l'amorçage des bulles.

Un tel modèle explique donc dans une certaine mesure la forte volatilité observée sur les cours des actions. Ce dernier modèle présente également l'intérêt d'introduire le concept de stratégie irrationnelle des « noise traders » à travers la notion de « positive feedback traders ». Le deuxième pilier sur lequel s'appuie la finance comportementale est en effet l'irrationalité des investisseurs.

2. L'irrationalité de l'investisseur

La finance comportementale, dans le prolongement de la NTA, cherche à expliquer les anomalies observées sur les marchés en se basant sur l'étude des comportements humains. En observant les marchés financiers réels, la finance comportementale appréhende la complexité et l'intensité des interdépendances qui lient les investisseurs, ainsi que le rôle central qu'occupe la communication, qu'elle soit privée ou publique. Ces dynamiques collectives caractéristiques des marchés financiers ne sont pas abordées par la finance classique. Celle-ci identifie en effet le collectif à l'irrationnel. Le calcul de la valeur fondamentale est basé sur l'information disponible et non sur les rumeurs ou les modes.

La finance comportementale remet en cause les capacités cognitives des investisseurs ébranlant ainsi l'hypothèse d'anticipations rationnelles, fondement essentiel de la théorie de l'efficience.

Les auteurs les plus radicaux considèrent qu'il n'existe pas d'agent rationnel. Les investisseurs les plus initiés peuvent ne pas être capables de déterminer avec précision la valeur fondamentale. Il serait irréaliste de considérer que ceux-ci peuvent repérer les inefficiences et interpréter correctement les opinions des « noise traders ».

La majorité des tenants de la finance comportementale ont cependant adopté une vision plus nuancée. Ils admettent que coexistent sur le marché des « noise traders » et des investisseurs rationnels. Les anticipations sont donc hétérogènes. Alors que pour la finance classique les mouvements des investisseurs irrationnels peuvent ou non être corrélés, la finance comportementale pose l'hypothèse d'une corrélation systématique des irrationalités. Elle conteste l'argument selon lequel les opinions irrationnelles peuvent être considérées comme

des phénomènes purement aléatoires dont les effets vont se neutraliser les uns les autres. Pour démontrer cette hypothèse de corrélation des irrationalités, la finance comportementale étudie les différentes stratégies auxquelles peuvent avoir recours les investisseurs non rationnels. Tous les arguments invoqués par les comportementalistes sont basés sur des expériences de psychologie en laboratoire qui mettent en évidence une tendance marquée à commettre les mêmes erreurs. Ces comportements sont très fréquents dans la réalité des marchés financiers. Le marché n'est pas un ensemble d'individus séparés et indépendants, mais une communauté fortement interconnectée. La contagion des comportements y joue un rôle central.

Les agents non rationnels peuvent par exemple investir en fonction de la stratégie dite d'extrapolation des tendances antérieures ou *positive feedback trading* : les « suiveurs de tendance » achètent lorsque les prix montent et vendent quand les prix baissent. Cette dynamique permet de comprendre qu'il puisse être observé une forte déconnexion entre l'évolution des données économiques fondamentales et les variations constatées des prix, donnant ainsi naissance à une bulle spéculative.

La complexité des marchés financiers et la peur de se tromper dans ses choix incitent les investisseurs les moins initiés à imiter d'autres agents. Le « mimétisme informationnel » consiste pour un individu à en copier un autre parce qu'il lui prête une meilleure connaissance de la situation. Shleifer et Summers (1990) ont entrepris des expériences psychologiques afin de mieux comprendre le caractère irrationnel des comportements. Leurs résultats sont étonnants. Ils montrent que la plupart des personnes ont tendance à ne pas utiliser les informations dont elles disposent pour répondre aux questions qui leur sont posées, mais plutôt à se fier aux réponses données par les autres. La littérature psychologique et zoologique montre que le mimétisme comme le comportement moutonnier se retrouveraient chez de nombreuses espèces animales et seraient même des traits caractéristiques du comportement humain. A l'intérieur des groupes, l'imitation serait même favorisée par le besoin de se conformer aux règles de la collectivité afin de ne pas être exclu. Il n'est donc pas anormal de retrouver ce type de conduite sur les marchés financiers.

D'une manière générale, une stratégie d'investissement peut consister à acheter les titres qui ont récemment progressé. Une telle attitude est dénommée « effet momentum » et révèle la confiance que placent les investisseurs dans le marché, et plus particulièrement dans sa capacité à détecter les titres qui offriront les meilleurs rendements. Les études empiriques ont

montré qu'il existe un effet momentum des prix à court terme et un renversement à long terme. Cela signifie que les investisseurs sous-réagissent à l'information présente et sur-réagissent à l'information passée.

Or selon la théorie de l'efficience, les rendements futurs ne peuvent pas être déduits des rendements passés. Le comportement des investisseurs ne semble donc pas correspondre à cette hypothèse.

Mais ne serait-il pas rationnel de privilégier les mouvements collectifs, au détriment de l'information privée, s'ils traduisent une information publique plus pertinente ? Le mimétisme informationnel serait parfaitement rationnel : l'action est imitée parce qu'elle est perçue comme adéquate. Ainsi l'imitation affecte les investisseurs particuliers qui suivent les prises de position des spécialistes de la finance. Au delà de l'influence de telle personne ou de tel organisme reconnu pour la qualité de ses informations et de son expertise, on observe sur les marchés une attention constante aux rumeurs et aux actes d'autrui. Les investisseurs ont tendance à penser qu'ils détiennent une information privilégiée. Une illustration classique d'un tel mimétisme est souvent proposée. Un individu A se trouve dans une pièce ayant deux portes, l'une permettant d'accéder à l'air libre, l'autre donnant sur une voie sans issue. Soudain le feu se déclare. A ignore quelle est la bonne porte et quelle est la mauvaise porte. Il voit alors un individu B se lever et se diriger vers l'une des deux portes. Que doit-il faire ? Dès lors qu'il suppose que l'individu B possède une information personnelle fiable quant à la nature de la bonne porte, et le fait que B se lève sans hésitation permet de le supposer, il est rationnel pour lui d'imiter son choix. Agir ainsi relève du mimétisme informationnel.

Une telle proposition n'est pas toujours recevable. Si un grand nombre d'investisseurs adoptent un comportement moutonnier, cela donne naissance au phénomène dit « de cascade informationnelle ». Les prix ne représentent plus la confrontation des informations privées des investisseurs, mais une amplification des informations détenues par les seuls agents qui ont initié ce phénomène. Le mimétisme est donc un comportement inefficent. Une exploitation intéressante de la théorie des cascades présentée par Welch (1992) mérite d'être soulignée. Les premiers échanges affectant un titre étant déterminants pour son évolution future, les sociétés qui s'introduisent en bourse fixent généralement un prix sous-évalué par rapport à sa valeur fondamentale. Le mouvement initial va donc rapprocher le prix de cette valeur et engager une tendance haussière.

L'imitation informationnelle se révèle donc ambivalente : elle est rationnelle dès lors que peu d'individus imitent et devient irrationnelle si beaucoup d'individus imitent. Il est rationnel de copier ceux qui en savent plus. Mais l'imitation d'agents qui eux-mêmes copient devient irrationnelle. Pour décrire cette ambivalence, Kindleberger⁵⁰ affirme que « l'action de chaque agent est rationnelle, ou l'aurait été, si les autres ne s'étaient pas comportés de la même manière. »

La communication entre les individus contribue à homogénéiser les comportements et favorise donc la corrélation des irrationalités. Les marchés financiers sont avant tout un espace social où les conversations sont omniprésentes. Pound et Shiller (1989) ont observé que la communication directe joue un rôle prépondérant dans les décisions d'investissement des investisseurs individuels comme des investisseurs institutionnels.

L'analyse du mimétisme informationnel et de son ambivalence permet de rendre intelligibles les dynamiques de surréaction. Le déroulement des dynamiques spéculatives connaît deux étapes distinctes. Durant la première dénommée *boom*, l'investissement est tempéré. Le boom correspond à l'arrivée sur le marché d'informations positives liées à la découverte de nouvelles sources de profit. Sous l'action des *insiders*, ayant accès à ces informations, on observe une progression des prix. Il ne s'agit pas d'une bulle puisque cette hausse est la conséquence directe de la hausse des valeurs fondamentales. Les agents économiques agissent donc d'une manière rationnelle. Dans la seconde phase règne l'euphorie. C'est le stade où domine la spéculation pour la spéculation. Les mécanismes d'amplification par *positive feedback trading* jouent à plein. De nombreux investisseurs sans information spécifique, appelés *outsiders*, prennent alors part au mouvement.

Ainsi, les marchés financiers sont un lieu privilégié d'interactions sociales. La finance classique néglige cette approche, alors qu'elle est la pierre angulaire de la finance comportementale. A partir des hypothèses selon lesquelles « les investisseurs ne sont pas rationnels et l'arbitrage est risqué et, en conséquence, limité »⁵¹, la finance comportementale conclut que le marché cesse d'être efficient. Il s'agit alors de passer de l'étude de l'*Homo Oeconomicus* à celle de l'*Homo Sapiens*, qui lui, présente de nombreux défauts.

⁵⁰ C. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, John Wiley&Sons, 1996.

⁵¹ Schleifer et Summers 1990.

B. La présentation des principaux biais comportementaux

Un ensemble de travaux hors du champ de l'économie, à savoir ceux portant sur la psychologie des comportements en situation d'incertitude, a permis d'identifier les erreurs commises par les investisseurs. Platon et Aristote sont les premiers à considérer trois aspects dans la pensée humaine : les « pensées », les « sentiments » et les « désirs ». Cette trilogie est reprise par la psychologie qui distingue les phénomènes affectifs, cognitifs et conatifs. Les phénomènes conatifs ou comportementaux désignent l'ensemble des mouvements organisés à l'extérieur de l'organisme. Ils ne sont donc qu'une résultante des phénomènes cognitifs, définis comme le processus de collecte et de traitement de l'information, et des phénomènes affectifs.

Il conviendra donc d'effectuer une typologie des biais comportementaux en distinguant selon qu'il s'agit de biais affectifs (1) ou de biais cognitifs (2).

1. Les biais affectifs

Daniel Kahneman et Amos Tversky montrent que le nombre de biais est limité. Malgré cela, les modèles théoriques proposés s'articulent généralement autour d'un seul biais de comportement, sans le positionner par rapport aux autres. Les biais affectifs sont présents dans les processus de collecte et de traitement de l'information. Pourtant, ils sont négligés par de nombreux auteurs qui consacrent le plus souvent leurs travaux à l'étude des biais cognitifs. Ceux-ci leur reprochent de ne pas permettre d'élaborer des règles suffisamment générales en matière financière.

Il ne faudrait pas oublier qu'un investisseur n'est pas un être froid et que ses émotions font partie intégrante de ses décisions. Les agents sont capables d'émettre des jugements et de prendre des décisions sur la base d'images mentales auxquelles ils associent des sentiments positifs ou négatifs. Des auteurs⁵² ont qualifié ce raisonnement d'« heuristique d'affectivité ». Appliqué aux décisions financières, un tel biais implique par exemple que les actions de sociétés qui jouissent d'une image positive (hautes technologies...) sont davantage susceptibles d'être achetées que celles des sociétés négativement perçues (déchets, tabac...).

⁵² Finucane, Alhakami, Slovic et Johnson, 2000.

Si les informations fondamentales font défaut, l'influence de l'affectivité sur l'évaluation des actifs sera d'autant plus importante.

Les humeurs, qui sont des états émotionnels généraux, influencent aussi les décisions financières en biaisant les anticipations. La « bonne humeur » inciterait les agents à se porter acheteur et à se tourner vers des titres plus risqués. Un tel comportement, dénommé « effet humeur » s'explique par le fait qu'il aura tendance à être davantage optimiste quant à l'avenir, le conduisant ainsi à minorer les risques et majorer le rendement espéré.

En se fondant sur les humeurs, les chercheurs en finance comportementale ont pu apporter des réponses à certaines des anomalies inconciliables avec la théorie de l'efficience, telles que les anomalies calendaires et les anomalies météorologiques. Les rendements plus forts observés le vendredi soir sur les marchés seraient dus à la perspective réjouissante du week-end. Au contraire, la faible rentabilité des actions observées le lundi matin traduirait un accès d'humeur négative liée au retour de la semaine de travail. Selon une approche comportementale, les anomalies météorologiques seraient dues au fait que les agents sont influencés par la qualité de l'environnement dans lequel ils évoluent, et notamment par l'ensoleillement⁵³. Egalement la bonne humeur favorise une évaluation positive des rendements passés. Les jours de beau temps, les agents auraient ainsi davantage tendance à acheter des titres.

Les biais affectifs peuvent aussi être liés à des croyances. Le biais d'optimisme conduit les agents à privilégier un scénario favorable plutôt qu'une issue plus sombre. Une étude menée par Benartzi, Kahneman et Thaler (1999) sur la base d'un questionnaire à remplir par internet a montré que les actionnaires sont toujours plus enclins à prédire la hausse du marché des actions que les détenteurs d'obligations. Elle montre également que les investisseurs passent beaucoup plus de temps à réfléchir au gain potentiel qu'à la perte potentielle.

Egalement fondé sur la croyance, l'excès de confiance est le biais affectif qui a été le plus traité. Selon De Bondt et Thaler, il s'agit de la découverte la plus importante dans le domaine de la psychologie décisionnelle. Un investisseur parfaitement rationnel a un niveau de confiance pour une série d'évènements donnée correspondant à leur probabilité moyenne de

⁵³ Rind 1996

réalisation. Sur les marchés financiers, la prévision est difficile, ce qui favorise ces phénomènes d'excès de confiance. Un tel excès peut influencer le comportement des investisseurs de deux manières. Tout d'abord un agent en situation d'excès de confiance va surestimer la précision de l'information qu'il va lui-même collecter et donc accorder une importance trop grande à cette information. La surestimation de la précision de ses connaissances est un phénomène observable chez presque tous les professionnels : chirurgiens, ingénieurs, juristes ou encore banquiers d'affaires sont tous sujets à l'excès de confiance. Ce qui est étonnant est que cette surestimation concerne surtout leurs réponses à des questions d'un niveau de difficulté allant de modéré à élevé. Ainsi plus la question est facile, moins ils sont sûrs d'eux, alors que la probabilité de donner une bonne réponse est plus élevée.

Ensuite, l'excès de confiance (*over-confidence bias*) conduit l'agent à surestimer les informations qui confortent les décisions qu'il a prises. Au contraire, celui-ci va avoir tendance à occulter les informations qui ne lui sont pas favorables. L'existence de l'excès de confiance a été démontrée de façon expérimentale, notamment à travers la célèbre étude de Svenson (1981), qui rapporte que la majorité des automobilistes interrogés affirment conduire « mieux que la moyenne ».

Un investisseur faisant preuve d'excès de confiance surestime ses capacités personnelles ou sa bonne fortune. Croyant « comprendre le marché », les agents soumis à ce biais ont tendance à vouloir gérer eux-mêmes leur portefeuille et à le gérer activement. Il peut en résulter une sous-diversification, et une multiplication des prises de positions, qui peuvent se révéler en outre injustifiées. L'excès de confiance permet donc d'expliquer le volume important d'échanges effectués sur le marché, alors qu'en application de la théorie de l'efficience, le volume d'échange des titres individuel est très faible. L'excès de confiance affecte également les valeurs de rendement. Les investisseurs trop confiants achètent des titres surévalués et semblent ignorer les titres réputés les moins performants et par conséquent moins bien valorisés. On remarque qu'il est possible de tirer profit d'une telle situation en achetant des titres de bonne qualité sous-évalués.

Différents biais montrent qu'un investisseur peut être enclin à rester dans cet état d'excès de confiance. C'est le cas du biais de confirmation qui n'incite qu'à se remémorer les événements positifs pour soi. Également, des études ont montré que le biais d'auto-attribution, qui fait croire que ses réussites sont personnelles mais que ses échecs sont dus à des événements extérieurs, était plus marqué chez l'homme que chez la femme.

Les erreurs affectives incluent également les biais inconscients dus aux multiples préjugés favorables ou défavorables à la race, au sexe, à la classe sociale, ou à la beauté.

Alors que l'excès de confiance insiste sur les possibilités de gains, l'aversion aux pertes met la lumière sur le risque de perte. La peur de dégager des pertes, appelée aversion aux pertes, a une influence variable sur le comportement des investisseurs face au risque. Si des investissements ont donné lieu à un gain latent, alors les agents se montrent prudents et préfèrent souvent réaliser rapidement ce gain. Au contraire si les investisseurs sont en pertes, ils préfèrent attendre en espérant le retour à l'équilibre. De telles tendances correspondent à l'effet de disposition selon lequel il est bien plus douloureux d'être en pertes qu'il n'est réjouissant de dégager un gain latent. Il en résulte que les investisseurs conservent plus longtemps leurs titres en pertes que leurs titres en gains. Ce biais a des conséquences défavorables sur les performances. Souvent, les titres perdants conservés sous-performent les titres en gain vendus. Locke et Mann (2004) montrent ainsi que les traders qui ont les meilleures performances sont ceux qui conservent le moins longtemps leurs positions en pertes. Dans le cas particulier de titres en gains qui auraient vu leur cours diminuer récemment, l'investisseur est réticent à les vendre en raison de son aversion au regret. Celui-ci est donc concerné par le niveau de sa richesse mais aussi par le fait que ce niveau aurait pu être supérieur s'il avait pris une autre décision.

Les biais affectifs ont une influence non négligeable sur le processus de prise de décision des investisseurs. Si certaines erreurs émotionnelles ne sont pas plus développées par la littérature financière, c'est notamment parce que celle-ci est longtemps restée dominée par la théorie financière classique qui exclut toute composante émotionnelle. C'est aussi parce que les auteurs de la finance comportementale ont préféré s'intéresser aux biais cognitifs, lesquels se prêteraient mieux à l'élaboration de principes généraux.

2. Les biais cognitifs

Le système cognitif humain peut être défini comme un système de traitement de l'information actif, en ce sens qu'il manipule l'information à travers plusieurs processus cognitifs tels que l'encodage, le stockage, ou la récupération. Les erreurs cognitives sont susceptibles de se

produire au cours de ce processus et présentent donc l'intérêt d'être relatifs à l'information. L'étude des quatre différentes étapes du processus de traitement de l'information permettra de comprendre les conséquences que peuvent avoir ces phénomènes cognitifs sur la formation des prix sur les marchés financiers.

L'étude des erreurs pouvant affecter le processus de traitement de l'information entre dans le champ de la psychologie cognitive. Quatre principales étapes de ce processus ont pu être identifiées.

Face à un stimulus telle une information, l'individu opère un traitement primaire, en lui donnant une signification de manière consciente ou inconsciente : ce sont les deux premières étapes d'analyse du contexte environnemental et de signification informative des stimuli. Ensuite, s'opère un tri en fonction des processus de mémorisation passés et de l'intensité de l'information. S'effectue alors une remémoration des informations pertinentes. Enfin, seule l'information jugée pertinente est prise en compte dans le raisonnement et la prise de décision qui constituent ainsi la dernière étape du processus de traitement de l'information.

Tout d'abord il existe des biais relatifs à la signification informative des données reçues. La perception est le phénomène psychologique qui nous relie au monde par l'intermédiaire de nos sens. C'est la base du traitement de l'information. Percevoir est à la fois une activité psychologique de sélection, d'organisation de l'information et de construction de significations. A ce premier stade du traitement mental, l'information brute reçoit donc une signification. La signification la plus simple possible est l'affectation d'un critère dichotomique tel hausse, baisse, bonne ou mauvaise nouvelle. Les biais possibles à cette étape sont essentiellement des erreurs d'interprétation et de compréhension. Bien qu'il s'agisse de biais cognitifs, ces erreurs sont dues à une mauvaise signification de l'information brute. Une telle situation est difficilement généralisable et donc transposable en finance.

Dans la seconde étape du processus de traitement de l'information peuvent apparaître des biais relatifs à l'élimination de l'information non pertinente. L'hypothèse de rationalité suppose que les agents économiques prennent en compte l'ensemble des informations pertinentes disponibles. Le biais de dissonance cognitive (*cognitive dissonance*) peut conduire l'individu au rejet de certaines données pourtant indispensables aux étapes ultérieures de raisonnement et de décision. La dissonance cognitive peut être définie comme l'élimination partielle ou totale d'informations pertinentes mais contraires aux croyances de l'individu. Ce

biais affecte les phénomènes cognitifs ultérieurs ce qui peut provoquer des erreurs de raisonnement.

La troisième étape de mémorisation et de récupération des données reçues est également susceptible de faire l'objet de certains biais. S'agissant de la mémorisation, le biais d'erreur rétroactive (*hindsight bias*) indique que les croyances antérieures sont partiellement écartées du processus de traitement de l'information et remplacées par des croyances basées sur les informations récemment acquises.

Le biais de disponibilité (*availability bias*) est lui relatif à la récupération des informations mémorisées. Il reprend le principe général par lequel les individus évaluent la probabilité associée à un événement en fonction de la facilité avec laquelle des exemples de cet événement lui viennent à l'esprit. Kahneman et Tversky (1974) ont par exemple demandé à 152 individus anglophones de dire s'il y a plus de mots commençant pas un K ou ayant un K en troisième position. 105 individus ont affirmé que les mots commençant par K étaient les plus nombreux, alors qu'en réalité il y en a deux fois plus qui possèdent un K en troisième position. Ils expliquent ce résultat par la plus grande facilité qu'il y a à trouver des mots commençant par K. Appliqué à la décision financière, le biais de disponibilité intervient lorsque les agents utilisent des raisonnements par analogie faute d'informations suffisantes. Marciukaityte, Sczewczyk et Varma (2003) ont expliqué ainsi pourquoi les placements privés rencontrent un succès plus important lorsque des placements privés comparables ont bien réussi dans un passé récent. Ces placements étant effectués par de jeunes entreprises, il n'est pas possible d'évaluer les résultats futurs à partir des résultats passés. Pour la même raison, l'accueil fait par le marché aux opérations de fusion-acquisition et d'introduction en bourse dépend du succès des dernières opérations effectuées sur le marché. Il convient de préciser que pour Schiller ce biais de disponibilité joue un rôle fondamental dans le phénomène des bulles spéculatives. L'attention des agents serait focalisée sur certaines informations et les conduirait ainsi à privilégier une classe d'actifs plutôt qu'une autre.

Enfin, les biais relatifs au raisonnement sont les plus nombreux. Même si aucun biais ne serait venu affecter les étapes antérieures, ce qui semble peu vraisemblable, la quantité d'informations à intégrer dans le processus de décision est trop importante pour être utilisée intégralement. Les individus adoptent alors des règles simplificatrices. La révision biaisée des croyances constitue la conséquence principale des biais d'ancrage et de représentativité.

Le biais d'ancrage (*anchoring bias*) traduit le fait que les individus raisonnent par rapport à des valeurs clés, qu'ils utilisent comme repère. Ce biais a été consacré par les recherches de Kahneman et Tversky (1973) et un exemple classique peut en être donné. Des individus, après avoir tourné une roue de la fortune numérotée de 0 à 100 devaient indiquer le nombre de pays africains membres de l'Organisation des Nations-Unies. Un premier groupe a tiré un nombre médian de 10 et a fait une estimation médiane de 25. Le second groupe a tiré un nombre médian de 65 et a donné 45 comme réponse médiane. Les nombres sortis par la roue ont donc une influence importante sur les estimations des individus⁵⁴. Il a été montré qu'en cas d'information nouvelle, ce biais entraîne un ajustement systématiquement trop faible des croyances antérieures, provoquant ainsi une sous-réaction de l'individu. Sur les marchés financiers, une foule de nombres peuvent servir de point d'ancrage aux agents. Ainsi le prix observé sur le marché peut influencer les agents. Les professionnels n'échappent pas à ce biais d'ancrage au prix affiché, ce que révèle une étude réalisée par Northcraft et Neale (1987) au cours de laquelle il a été demandé à des agents immobiliers d'estimer le prix d'une maison qu'ils ont pu visiter et pour laquelle ils disposaient d'une brochure mentionnant le prix demandé par les propriétaires. L'estimation fournie varie sensiblement en fonction du prix contenu dans la brochure.

Les différents biais de représentativité (*representativeness bias*) font référence à la tendance consistant à généraliser ce qui au départ n'est que particulier. L'individu se sert d'exemples pour établir des lois générales, ce qui est contraire aux lois de probabilité. Deux principaux biais de représentativité ont été mis en évidence.

L'«effet momentum» déjà évoqué fait extrapoler aux agents les rendements futurs à partir des rendements passés. Ce biais influe sur la façon dont les agents gèrent leurs actifs. Ainsi une gestion dite « momentum » consistera à acheter les actifs ayant le mieux performé dans un passé récent.

Un effet de faux consensus pousse cette fois les individus à surestimer la représentativité de ce qui les concerne. Welch (2001) a montré que les financiers forment leur estimation finale en faisant une moyenne entre leur estimation personnelle initiale et leur estimation du consensus de la communauté financière. Or cette estimation du consensus n'est souvent qu'une extrapolation de l'estimation personnelle initiale. Cet effet de faux consensus est

⁵⁴ Le nombre de pays africains membres de l'Organisation des Nations-Unies est de 45.

amplifié si l'agent fait preuve d'un excès de confiance ou s'il est confronté à un déficit d'information.

Griffin et Tversky (1992) ont tenté de réunir tous ces phénomènes pour expliquer les sur et les sous réactions des marchés. Ils ont attribué à une information deux variables, une traduisant sa force et l'autre son poids statistique. Selon les auteurs, l'investisseur a tendance à prêter trop d'importance à la force ou à la faiblesse d'une information, au détriment de son poids statistique. Lorsque l'information a une force plus faible que son poids statistique, l'agent retiendra la faiblesse de l'information et sera ainsi conduit à sous-réagir. Au contraire, lorsque l'information a une force élevée, elle apparaîtra comme pertinente, et cela même si elle est peu significative d'un point de vue statistique. Cette situation conduira le plus souvent à une sur-réaction de l'investisseur.

La recherche en finance comportementale fournit un corps théorique en adéquation avec les résultats empiriques obtenus par l'étude des marchés financiers. Etudier les marchés sous l'angle comportemental permet de fournir une meilleure explication des phénomènes observés et constitue ainsi une véritable révolution « einsteinienne »⁵⁵.

Cette nouvelle finance ne se limite pas à remettre en cause le paradigme de l'efficience des marchés sur lequel s'est construite toute la théorie financière au cours du dernier demi-siècle, bien qu'une telle performance suffise à susciter l'intérêt. Le potentiel de cette jeune théorie est déjà surprenant, et pourtant nous ne sommes qu'aux prémices de l'exploration de la voie comportementale. L'approche comportementale interpelle de nombreux domaines autres que la finance, au premier rang desquels figure le droit des marchés financiers.

⁵⁵ B. Marois, Professeur Emérite HEC Paris.

SECONDE PARTIE

L'ANALYSE JURIDIQUE RENOUVELEE PAR LA PORTEE NORMATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE

Les travaux de recherche en finance comportementale ont trouvé un prolongement naturel dans le domaine juridique. Sous l'impulsion de l'analyse économique du droit, la légitimité et l'utilité d'un système juridique sont désormais appréciées à l'aune de sa compétitivité. L'introduction de l'approche comportementale dans cette analyse a donné naissance à un nouveau courant dénommé « *Behavioral Law and Economics* ». La voie comportementale est une source d'inspiration pour le juriste. La détection d'anomalies le conduit instinctivement à imaginer une réglementation visant à les corriger. Mais très vite il prend la mesure de la complexité d'une telle démarche (I). L'exploration de la voie comportementale ne s'arrête pas pour autant. Au contraire, elle connaît un prolongement exceptionnel et suscite un intérêt tel qu'il est possible de se demander si elle n'est pas victime de son succès (II).

I. Une réglementation aux vertus correctives

Le droit, outil de correction des comportements par excellence, est ici mobilisé pour contrer les effets néfastes des biais comportementaux. L'intention est louable mais se heurte rapidement à des obstacles (A). Ceux-ci ne suffisent pas à décourager le juriste qui fait preuve d'une grande créativité pour élaborer une réglementation acceptable (B).

A. Une élaboration périlleuse

Réformer la réglementation actuelle qui dispose d'une autorité comparable à celle de la théorie de l'efficacité ne sera justifié qu'en invoquant des arguments convaincants (1). En tout cas, une réglementation trop contraignante semble exclue (2).

1. La difficile remise en cause de la régulation actuelle

La finance comportementale a montré que certains investisseurs ne sont pas rationnels. Leurs biais comportementaux les empêchent de calculer la valeur fondamentale des actifs, ce qui peut donner lieu à des écarts persistants entre le prix observé sur le marché et la valeur fondamentale. Partant de ce constat, les comportementalistes craignent que les agents les moins avertis ne soient à la merci d'investisseurs rationnels peu scrupuleux. Ils préconisent la fin du « laissez faire » et font des régulateurs tels que l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ou la Securities and Exchange Commission (SEC) la pierre angulaire des marchés financiers. Leur rôle devrait être étendu car la régulation actuelle des marchés est insuffisante. La concurrence, qui se situe au cœur des marchés, ne permet pas de corriger les biais comportementaux des investisseurs irrationnels. Le droit des marchés financiers actuel fondé sur la régulation par l'information a été élaboré en application de la théorie de l'efficacité. Seule une réglementation matérielle permettrait de protéger les investisseurs contre leurs propres biais comportementaux.

De telles réflexions réactualisent le débat sur les mérites de la réglementation. Les marchés financiers sont à l'heure actuelle l'exemple type de secteur régulé. Analyser les notions de

régulation et de réglementation est nécessaire pour apprécier l'impact de l'approche comportementale. Cornu, dans son « Vocabulaire Juridique », définit la régulation comme « l'action économique mi-directive mi-corrective d'orientation, d'adaptation et de contrôle exercée par des (autorités dites de régulation) sur un marché donné qui, en corrélation avec le caractère mouvant, divers et complexe de l'ensemble des activités dont l'équilibre est en cause, se caractérise par sa finalité, la flexibilité de ses mécanismes... »⁵⁶. La régulation désigne le fait de maintenir en équilibre, d'assurer le fonctionnement correct du marché. Elle se distingue de la réglementation qui ne serait qu'« un instrument disponible de la régulation »⁵⁷. Si l'on retient cette dernière proposition, la régulation actuelle des marchés financiers s'effectue au moyen de la réglementation constituée par l'ensemble des obligations d'information. La régulation vise à assurer le bon fonctionnement d'un marché ouvert à la concurrence mais non abandonné à elle. Il est vrai que l'idée de souplesse est souvent associée à celle de régulation, notamment parce que les lieux d'élaboration de certaines normes ne se situent pas dans les cadres institutionnels classiques.

La plupart des auteurs étant américains, ces définitions permettent aussi d'éviter l'embarras qui tient au fait que le mot *regulation*, d'origine anglo-américaine, désigne ce que nous appelons réglementation.

Les comportementalistes ne demandent pas l'élaboration d'une réglementation proprement dite car celle-ci existe déjà. Mais les obligations relatives à l'information ne visent qu'à garantir un cadre permettant aux investisseurs rationnels de calculer la valeur fondamentale, conformément à la finance classique. Il s'agit d'une réglementation que l'on pourrait qualifier de « formelle » car elle encadre le processus de formation des prix. L'investisseur n'est pas influencé lorsqu'il effectue ce calcul, qui est d'ailleurs conçu comme un raisonnement purement personnel par le paradigme de l'efficience.

Les comportementalistes aspirent eux à l'élaboration d'une réglementation dite « matérielle » touchant au fond, c'est-à-dire portant sur le contenu et non plus sur le seul cadre du processus de formation des prix. A partir du moment où l'on admet que les investisseurs ne sont pas capables de faire ce calcul en raison de biais qui affectent leur comportement, alors l'encadrement du processus ne suffit plus. Il faut agir sur le processus lui-même pour corriger les comportements.

⁵⁶ G. Cornu, Vocabulaire Juridique, 2004.

⁵⁷ M-A. Frison-Roche, Le droit de la régulation.

Une telle approche pose immédiatement des difficultés. Bien que Kahneman et Tversky aient montré que le nombre de biais est limité, aucune théorie sous-jacente n'explique pourquoi les investisseurs sont soumis à de tels biais. A défaut d'une telle théorie, l'économie comportementale s'appuie sur une accumulation de preuves démontrant l'irrationalité des décisions des investisseurs. Certaines questions restent cependant sans réponse. Par exemple, l'approche comportementale n'indique pas comment mesurer l'ampleur de cette irrationalité, ni quel serait l'impact de réformes réglementaires visant à la corriger. Dès lors, comment pallier les insuffisances des comportements si leur origine reste un mystère ? Il ne faudrait pas voir dans ces lacunes les premières limites de la finance comportementale. Si elle ne répond pas encore à ces questions, c'est essentiellement parce que cette théorie n'en est qu'à son commencement. Néanmoins, cela incite à appréhender avec prudence l'économie comportementale.

Si les biais comportementaux sont inhérents au fonctionnement du cerveau humain, alors tout effort visant à les corriger serait vain. D'un autre côté, les obligations d'information, principal outil de régulation actuel, ne permettent pas de répondre aux besoins des investisseurs irrationnels.

En dépit de ces interrogations, quelques juristes, essentiellement américains, envisagent l'élaboration d'une réglementation matérielle des marchés financiers sous l'angle comportemental. Des auteurs⁵⁸ abordent de façon originale l'opposition entre la régulation actuelle et la réglementation matérielle envisagée. Ils considèrent qu'il existe un principe bien établi de non-intervention sur les marchés financiers, qu'ils nomment « *presumption against intervention* ». Le passage à une réglementation matérielle ne sera justifié que s'il est possible de renverser cette présomption. Les auteurs montrent que la force de cette présomption et donc la difficulté de son renversement dépendent d'une part de la nature de l'autorité régulatrice intervenant sur le marché et d'autre part de la mesure dans laquelle la réglementation envisagée entend restreindre l'autonomie des agents économiques. La combinaison de ces deux critères permet de distinguer trois niveaux de présomption : une présomption de forme forte, une présomption de forme faible et une présomption de forme intermédiaire.

⁵⁸ S. Choi et A. Pritchard, « Behavioral Economics and the SEC », *Public Law and Legal Theory Research Paper No. 115*, University of California Berkeley.

Ces présomptions sont toutes réfragables mais la preuve à apporter pour les écarter diffère, comme le montre le tableau suivant :

Présomption	Renversement
Présomption de forme forte	- Très haute probabilité d'apporter plus d'avantages que d'inconvénients - Pas de solution moins contraignante
Présomption de forme intermédiaire	- Importante probabilité de d'apporter plus d'avantages que d'inconvénients - Pas de solution moins contraignante
Présomption de forme faible	A probablement plus d'avantages que d'inconvénients

S'agissant de la nature des autorités régulatrices, les auteurs démontrent qu'une autorité unique comme l'AMF ou la SEC, est confrontée à une présomption de forte intensité. Il existe un doute sur la qualité de la réglementation matérielle que de telles autorités pourraient élaborer. Au contraire des autorités régulatrices en concurrence devront renverser la présomption de forme faible pour justifier l'élaboration d'une réglementation matérielle. Il convient de préciser que les marchés financiers sont réglementés par les législateurs nationaux mais ceux-ci ont créé des autorités régulatrices qu'ils ont dotées d'un pouvoir réglementaire très large. Cependant ce pouvoir reste très encadré. Mais même si l'on peut considérer que le droit des marchés financiers est élaboré conjointement par les pouvoirs publics et l'autorité régulatrice, l'AMF et la SEC sont des autorités uniques justifiant l'application de la présomption de forme forte.

Le second critère pour déterminer quel type de présomption il faut renverser est l'intensité de l'intervention législative. Une réglementation trop contraignante se heurterait à une présomption de forme forte et serait ainsi quasiment impossible à justifier.

2. L'écueil d'une réglementation contraignante

Plus la réglementation envisagée restreindra l'autonomie des intervenants et plus il sera difficile de la justifier. Il est en effet possible de concevoir une réglementation qui réduirait les possibilités d'investissement des agents économiques. Une telle restriction de l'autonomie des agents se heurte à une présomption de forme forte. Pour justifier ce type de réglementation, il faudra montrer qu'elle a une très haute probabilité de fournir plus d'avantages que d'inconvénients, et qu'il n'existe pas de solution moins contraignante.

Les auteurs considérant que les biais comportementaux des agents économiques sont particulièrement graves, envisagent de priver les investisseurs de certains de leurs choix d'investissements. Poussée à son extrême, cette solution commande de sélectionner quels sont les investissements acceptables et d'écarter les autres. L'idée est que si les investisseurs ne sont pas capables de faire les bons choix d'investissement, alors il revient aux autorités régulatrices de le faire à leur place. Appelée « *merit regulation* », cette approche n'est pas partagée par les tenants de l'approche comportementale. Outre sa radicalité, la « *merit regulation* » se heurte à une difficulté pratique. Il est en effet impossible pour les autorités régulatrices d'évaluer chacun des investissements existants sur le marché.

La majorité des auteurs envisagent donc des réglementations moins contraignantes. Par exemple, il serait possible d'empêcher les transactions sur les titres des sociétés en procédure collective, lesquels n'ont qu'une valeur très faible. Ces titres valent la part de capital éventuellement récupérable après la liquidation de la société.

Le législateur pourrait aussi limiter les choix dont dispose un investisseur irrationnel à certaines catégories d'investissements. Une telle stratégie a déjà été mise en œuvre en France. Il s'agit de la création du compartiment professionnel qui a été mis en place fin 2007. La particularité de ce nouveau compartiment est de permettre une introduction en bourse simplifiée par cotation directe ou placement privé auprès d'investisseurs qualifiés. S'adressant avant tout à des investisseurs professionnels, aucun démarchage ou publicité de la part de l'émetteur ou de ses conseils ne peut être fait pour vendre des titres à des particuliers, et ce, même après l'introduction. En contrepartie de la restriction aux professionnels, les sociétés cotées sur ce compartiment, qui conservent le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne

(APE)⁵⁹, bénéficient de divers allègements des contraintes de l'APE tenant tant aux conditions de réalisation de l'opération d'admission, qu'aux obligations d'information périodique et permanente découlant normalement de ce statut. La correction des biais comportementaux apportée par cette réglementation n'est cependant qu'imparfaite dans la mesure où les particuliers peuvent néanmoins à leur propre initiative acquérir des titres de sociétés cotées sur ce marché.

Les comportementalistes considèrent que les obligations d'information mises à la charge de l'émetteur lors d'une opération d'APE ne permettent pas de corriger les biais comportementaux. Ils envisagent alors de rendre certains investissements indisponibles aux investisseurs les plus sujets aux biais.

Bien qu'une réglementation destinée se substituer aux investisseurs irrationnels semble la solution la plus efficace pour corriger les biais comportementaux, elle comporte également un plus grand risque. En effet, il peut apparaître difficile de distinguer les investisseurs qui ont besoin d'être protégés contre leurs propres biais de ceux qui devraient avoir le champ libre pour investir. Comment savoir si un investissement est le résultat d'un comportement biaisé ou d'une analyse minutieuse des rendements futurs d'une entreprise ? Les autorités régulatrices ne peuvent pas faire de telles distinctions sans prendre le risque d'imposer une protection inutile et coûteuse à des investisseurs qui n'en ont pas besoin.

Parce qu'il n'existe pas de théorie expliquant pourquoi les comportements des investisseurs sont biaisés, il n'est pas possible de déterminer qui sont les agents irrationnels, ni l'importance de ces biais. Certaines tendances peuvent toutefois être observées. Les investisseurs professionnels seraient ainsi moins sujets au biais de disponibilité. Leur expérience leur permet de détecter et d'éviter ce biais. En même temps, ces spécialistes risquent davantage de faire preuve d'excès de confiance. Mais il reste impossible de savoir si les biais auxquels sont soumis les investisseurs professionnels sont plus ou moins importants que ceux des investisseurs non initiés.

⁵⁹ Le statut d'appel public à l'épargne a été supprimé par l'ordonnance du 22 janvier 2009 pour aligner la terminologie française sur la terminologie européenne. Les auteurs divergent sur l'impact de cette réforme, qu'il est d'ailleurs trop tôt pour apprécier. Celle-ci n'ayant pas modifié le fond de la réglementation, l'ancienne terminologie sera employée dans le reste de ce mémoire.

Une réponse potentielle est de dire que tous les investisseurs sont affectés de la même manière par les biais comportementaux. Une réglementation matérielle contraignante serait ainsi autant justifiée pour l'investisseur professionnel que pour le non professionnel. Mais considérer que les restrictions imposées par la réglementation ne devraient porter que sur ceux qu'il est nécessaire de protéger, à savoir ceux qui sont le plus affectés par ces biais, est une réponse toute aussi valable.

Enfin, encadrer les décisions d'investissement peut générer des effets pervers. Les investisseurs irrationnels, sachant que la réglementation a pour but de corriger leurs biais comportementaux, pourraient développer leur biais d'optimisme et avoir ainsi l'illusion qu'ils sont immunisés contre les risques. Egalement, une réglementation trop restrictive peut faire fuir les investisseurs et les émetteurs qui préféreront effectuer leurs opérations sur le marché d'un autre Etat. Mais pour cela ils devront supporter des coûts de transaction supérieurs.

Les intermédiaires qui ont un rôle d'assistance et de conseil auprès des investisseurs, risqueraient de sortir aussi du marché. En faisant fuir les institutions susceptibles d'aider les investisseurs incapables de se protéger, une réglementation matérielle contraignante qui apparaissait au départ difficilement justifiable devient alors indispensable. Pour qu'un tel scénario auto-réalisateur se produise, encore faut-il que les autorités régulatrices justifient la légitimité de leur intervention en renversant la présomption de forte intensité à laquelle elles sont confrontées.

Elaborer une réglementation correctrice consiste à intervenir par des règles matérielles sur les différents éléments susceptibles d'influencer le processus de formation des prix, afin que celui-ci soit exempt de biais. Le système juridique actuel est construit sur l'idée que la régulation a pour finalité principale de garantir la transparence sur le marché. Repenser le droit des marchés financiers selon une approche comportementale nécessite avant tout de remettre en cause ce principe de non-intervention. Une réglementation très contraignante est un bouleversement trop brutal et ne semble donc pas pouvoir à l'heure actuelle justifier une telle remise en cause. Des approches plus nuancées auraient davantage de chance de justifier leur légitimité.

B. Les réglementations justifiables

Les réglementations aménageant les dispositions actuelles (1) ainsi que celles qui ne restreignent pas ou très peu la liberté de l'investisseur (2) sont susceptibles de renverser la « présomption de non-intervention ».

1. L'aménagement de la réglementation actuelle

Les autorités régulatrices peuvent appréhender les biais comportementaux des investisseurs de plusieurs façons. En particulier, elles peuvent aménager la réglementation actuelle pour contrer les effets de ces biais. Il ne s'agit donc pas d'interdire purement et simplement aux investisseurs d'effectuer certains investissements mais de les rendre plus difficiles. Une telle réglementation matérielle correspond à la présomption de force intermédiaire. Les autorités régulatrices devront donc justifier sa légitimité en montrant qu'elle a une importante probabilité de fournir plus d'avantages que d'inconvénients, et qu'il n'existe pas de solution moins contraignante.

La réglementation actuelle recouvre de nombreux aspects des marchés financiers mais certains domaines constituent des terrains particulièrement propices à l'application de l'approche comportementale.

Tout d'abord, l'analyse comportementale des obligations d'information est particulièrement intéressante car la transparence est la transposition juridique de la théorie de l'efficience. Les obligations d'information sont au cœur du droit actuel des marchés financiers. Remettre en cause la théorie de l'efficience conduit donc à reconsidérer la place jouée par la transparence.

S'agissant des opérations d'APE par exemple, les émetteurs doivent diffuser dans le public un prospectus visé par l'AMF et dont le contenu informationnel très riche a déjà été évoqué. Ils doivent aussi respecter des obligations d'information périodiques répondant à des conditions strictes. D'un point de vue comportemental, la multiplication des obligations d'information risque de dérouter les investisseurs irrationnels déjà sujets aux biais de disponibilité et d'erreur rétroactive.

Un tel risque d'égaréme nt pose la question du niveau de pertinence des informations exigé par les dispositions actuelles. L'article 2 du règlement n° 98-07 dispose que l'information donnée au public doit être en tous points exacte, précise et sincère. Une définition si large de l'information pertinente conduit les émetteurs à inonder le marché d'informations plus ou moins utiles. Un investisseur faisant preuve d'un excès de confiance en ses capacités à intégrer l'ensemble des informations peut être amené à manquer l'essentiel. D'un autre côté, une définition trop restrictive de la pertinence n'est pas souhaitable. Par exemple, le droit financier américain considère comme pertinente une information dont l'omission ou l'inexactitude pourrait influencer la décision d'un investisseur raisonnable de faire un investissement ou de continuer à investir dans une entreprise. En effet si la plupart des agents économiques souffrent de biais comportementaux, alors il devient difficile d'identifier cet investisseur rationnel. Le standard de référence que constitue l'investisseur rationnel est trop étroit pour appréhender l'ensemble des individus intervenant sur les marchés financiers.

L'abondance des informations est critiquée par les comportementalistes car un investisseur irrationnel n'est pas capable de tout assimiler. C'est le phénomène de surcharge cognitive décrit par la psychologie. Leurs opposants font remarquer que réduire ce flux d'informations pourrait nuire aux investisseurs rationnels qui ne disposeraient plus des éléments nécessaires pour calculer la valeur fondamentale. Cela pourrait contribuer alors à l'inefficience des marchés financiers. Un tel argument est révélateur de l'importance faite à la transparence dans le droit positif. Face aux nombreuses études empiriques accumulant les preuves de l'inefficience des marchés financiers, les tenants de la finance classique ont pu eux-mêmes accuser la multiplication des obligations d'information aboutissant à une surinformation. Mais les raisons invoquées ne sont pas les mêmes. Pour les partisans de l'efficience des marchés, il faut disposer de toute l'information pertinente disponible pour pouvoir procéder au calcul de la valeur fondamentale. Les obligations d'information doivent donc se limiter à révéler les éléments pertinents et non toutes les informations existantes. Pour les comportementalistes, l'information pertinente disponible peut déjà être trop importante pour un investisseur irrationnel. La pertinence d'une information dépend donc de la nature de l'investisseur. Ce qui est pertinent pour un investisseur rationnel peut ne pas l'être pour un investisseur soumis à des biais comportementaux. Ce raisonnement aboutit à remettre en cause le caractère absolu des obligations d'information, ainsi que le principe d'égalité entre les actionnaires au nom duquel les mêmes droits et les mêmes obligations doivent être applicables à tous, avertis ou profanes.

Ce caractère absolu a été altéré par la réglementation récente. L'approche comportementale qui commande de reconsidérer l'importance de la transparence pourrait donc profiter de cette vulnérabilité. La directive MIF adoptée en avril 2004 effectue une segmentation de la clientèle, distinguant les clients de détail, les clients professionnels et les contreparties éligibles. L'appartenance à l'une de ces catégories conditionne la portée des obligations s'appliquant aux prestataires de service d'investissement (PSI). Les contreparties éligibles ne sont pas à proprement parler des clients car ce sont des entités susceptibles de traiter d'égal à égal avec les prestataires de services d'investissement. Ainsi les PSI n'ont pas à respecter les règles de conduite dues envers les clients.

Les clients de détail sont ceux qui bénéficient du plus haut degré de protection offert par la directive MIF car toutes les règles de protection en termes d'information et de conseil ainsi que dans le traitement de ses ordres leur sont applicables. La directive les définit uniquement par défaut : il s'agit de clients autres que les clients professionnels. Enfin, le client professionnel est censé posséder la compétence nécessaire pour prendre ses décisions d'investissement, évaluer les risques qu'il encourt et être en mesure de supporter le risque de toute perte résultant de l'investissement. Les obligations d'information et de conseil de la banque à son égard sont plus allégées que celles pour les particuliers.

L'atteinte faite par la directive MIF au caractère absolu du principe d'égalité entre actionnaires ouvre peut être la voie à la désacralisation des obligations d'information souhaitée par les comportementalistes.

Egalement, la réglementation concernant les abus de marché pourrait être réaménagée sous une optique comportementale. La sévérité des dispositions sanctionnant les délits d'initié, les manipulations de cours ou la communication d'informations fausses ou trompeuses permet de garantir l'exactitude, la précision et la sincérité des informations fournies. Même si tous les investisseurs ne peuvent traiter les informations de manière rationnelle, la peur de la sanction dissuade les émetteurs de manquer à leurs obligations. La rigueur de ce régime de responsabilité peut cependant être injustifiée si l'on adopte une approche comportementale. Par exemple, la communication d'informations fausses ou trompeuses doit être volontaire. Or, les dirigeants d'entreprise et les comptables peuvent être victimes de biais comportementaux et être amenés à commettre un délit sans en avoir réellement l'intention. Le biais d'optimisme de ces derniers peut conduire à la diffusion d'informations optimistes dans toute l'entreprise. Cet effet de cascade exagère l'aspect positif des informations qui en viennent ainsi à induire

les investisseurs en erreur. Les comportementalistes souhaitent donc que la réglementation rende plus strictes les conditions de mise en œuvre de la responsabilité.

Enfin, les autorités régulatrices peuvent s'appuyer sur la réglementation existante pour corriger les biais comportementaux, mais cette-fois de manière indirecte. Cette affirmation nécessite d'être illustrée. Les Etats-Unis ont connue pendant la fin des années 1990 et le début des années 2000 une explosion du *day trading*. Cette pratique consiste à acheter et à vendre des actions au cours d'une même séance de marché dans le but de ne pas garder d'actions au cours de la nuit. Le *day trading* fut le produit, au moins en partie, d'un excès de confiance et d'un biais de représentativité à grande échelle. Un investisseur faisant preuve d'excès de confiance surestime ses capacités personnelles ou sa bonne fortune. Cette activité est en effet extraordinairement risquée, mais elle a connu un attrait remarquable à une certaine époque. Cet engouement étonnant pour une pratique à haut risque s'explique d'une part par l'excès de confiance qui conduit l'investisseur à surestimer ses capacités personnelles ou sa bonne fortune, et d'autre part par le biais de représentativité qui fait référence à la tendance consistant à généraliser ce qui au départ n'est que particulier. Des milliers de personnes pratiquaient le *day trading*, si bien que les pouvoirs publics ont envisagé d'intervenir pour endiguer ce phénomène. L'« épidémie » attira l'attention des autorités régulatrices et notamment de la SEC. Le Sénat qui publia un rapport sur ses dangers, accompagné de preuves statistiques montrant la faible probabilité de gagner de l'argent. Ni le Congrès ni la SEC ne prirent, ou ne purent prendre, de mesures supplémentaires pour encadrer le *day trading* ou même pour le décourager. L'interdire purement et simplement n'était pas envisageable. Après tout, il ne s'agit que d'effectuer des transactions sur le marché ouvert⁶⁰. Il fallait donc trouver un moyen d'intervenir. Ce sont les règles régissant la publicité mensongère et les autres pratiques commerciales trompeuses qui vinrent au secours des autorités régulatrices. En effet, les adeptes du *day trading* utilisaient des techniques illégales pour en promouvoir la pratique.

L'élaboration d'une réglementation matérielle corrective ne peut actuellement pas s'envisager comme un principe, mais plutôt comme une technique occasionnelle à laquelle on aurait recours lorsque les outils traditionnels faillent.

⁶⁰ Ce marché est constitué par les achats et les ventes de fonds d'État et d'effets de commerce accomplis par les banques centrales, en vue de compléter et d'étendre leur action sur le marché monétaire et sur la liquidité du circuit bancaire. Ce marché est qualifié d'ouvert précisément parce que ces opérations, effectuées à la discrétion des banques centrales, vont au-delà des limites imposées aux procédures d'escompte.

2. Une réglementation incitative ou éducative

Certains auteurs ne sont pas en faveur d'une intervention systématique des autorités régulatrices pour corriger les différents biais. Les autorités régulatrices ne pourraient pas renverser les présomptions de forme forte et intermédiaire qui pèsent sur les réglementations matérielles que l'on vient d'évoquer. Selon eux, les modèles « a minima » sont les plus efficaces. Il peut s'agir de réglementations incitatives ou éducatives.

Une réglementation incitative influence les décisions des investisseurs sans restreindre leurs choix de manière trop contraignante. Une telle réglementation correspondrait à la forme faible de la présomption qu'il est possible de renverser en montrant que la réglementation envisagée apportera probablement plus d'avantages que d'inconvénients. Même une réglementation aussi peu contraignante peut présenter des risques.

Les biais comportementaux sont nuisibles essentiellement parce qu'ils poussent souvent les agents à investir trop rapidement ou à effectuer un nombre trop important de transactions. Les autorités régulatrices pourraient alors tout simplement les décourager d'effectuer ces transactions inefficaces. Cela peut consister à repousser la conclusion de ces transactions et imposer ainsi un délai de réflexion. Les investisseurs pourraient en profiter pour identifier et rectifier leurs biais comportementaux et prendre cette fois une décision rationnelle. Egalement, imposer de courts délais évite l'écueil d'une réglementation trop contraignante. Les investisseurs restent libres de composer leur portefeuille comme ils le souhaitent.

Mais temporiser les échanges peut augmenter les coûts de transaction au détriment des investisseurs rationnels. Ceux-ci sont en effet capables de prendre une décision optimale et sans délai sur la base d'une information considérée comme nouvelle sur le marché. L'information n'étant généralement pas gratuite, les coûts supportés par les investisseurs rationnels pour s'informer ne leur permettraient plus de bénéficier d'une information qui a de la valeur. En effet, pourquoi dépenser de l'argent pour obtenir aujourd'hui une information que tout le monde aura demain, s'ils n'ont pas l'opportunité de profiter de cette information ? Un tel gaspillage pourrait conduire à une conséquence bien plus grave que l'augmentation des coûts de transaction. En effet, les investisseurs rationnels n'auraient alors plus aucun intérêt à rechercher des informations. En leur absence, ils pourraient ne plus être capables de calculer la valeur fondamentale. Toutes ces craintes ne sont peut être pas fondées. Le marché pourrait réduire les coûts de ces délais.

Certains auteurs ne reconnaissent aucun mérite aux réglementations matérielles, et cela quelle que soit la forme de la présomption qu'elles tentent de renverser. L'éducation des investisseurs serait la meilleure réponse à la prise en compte de l'influence des biais cognitifs dans les comportements des investisseurs.

La directive MIF de 2004 pose un principe général de bonne conduite, auquel sont soumis tous les PSI, quel que soit le service offert, leur faisant obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle, et qui serve au mieux les intérêts de leurs clients. Ce devoir est détaillé par des mesures d'application qui tendent à définir ce principe général en des termes psychologiques plutôt que financiers. La finance comportementale suggère cependant que même si les aspects financiers de l'investissement sont évidemment d'une grande importance, il est aussi essentiel de prendre en compte l'aspect psychologique. Par conséquent, les manifestations de ce principe général de bonne conduite doivent être reconsidérées pour inclure une composante psychologique.

En pratique, une telle approche ne changerait pas fondamentalement la pratique actuelle des PSI. Ceux-ci sont tenus d'évaluer leurs clients et clients potentiels aux fins de déterminer l'adéquation des services et instruments financiers offerts, obligeant le PSI à se procurer un certain nombre d'informations préalablement à la fourniture du service⁶¹. Lorsqu'un PSI fournit des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille, il devra donc être en mesure de se procurer les informations détaillées sur les connaissances et l'expérience du client, sa situation financière et ses objectifs d'investissement, afin de pouvoir lui recommander les instruments qui lui conviennent. Ainsi, les renseignements concernant la situation financière du client ou du client potentiel doivent inclure des informations pertinentes sur la source de ses revenus réguliers, les actifs qu'il possède, incluant ses biens immobiliers, ainsi que ses engagements financiers réguliers.

Pour satisfaire ces obligations, les PSI effectuent des tests en fonction du type de service demandé. Lorsqu'un client sollicite un conseil en investissement ou confie la gestion de son portefeuille à une PSI, la directive MIF impose aux entreprises de suivre une procédure appelée « test d'adéquation ». Au cours de ce test, les PSI interrogeront le futur investisseur sur ses objectifs d'investissement, sa situation financière ainsi que sur ses connaissances et son expérience. Si le client donne simplement à une entreprise l'ordre d'acheter ou de vendre un produit financier sans solliciter de conseil en investissement, d'autres mécanismes

⁶¹ Article 19(4) de la directive cadre et articles 36 et 38 de la directive d'application.

protecteurs s'appliquent alors. Ils forment le test « concernant le caractère approprié » au cours duquel le client sera probablement interrogé sur ses connaissances et son expérience en matière d'investissement.

Il ne serait pas difficile au cours de ces tests, de prendre en compte certains aspects de la psychologie de l'investisseur en plus de sa situation financière. Un client répondrait aux tests en fonction de ses objectifs d'investissement mais aussi de son profil psychologique. Les PSI pourraient choisir quels facteurs psychologiques leur paraissent les plus pertinents pour conseiller au mieux le client. L'aversion aux pertes, directement liée au regret, est un indicateur fiable et pertinent des types de titres qui conviendraient au client. Il s'agit d'une information accessible car elle est relativement aisée à évaluer au cours d'un test. Ces profils seraient ensuite confrontés aux objectifs d'investissement indiqués par ailleurs.

La pertinence de l'investissement conseillé serait mesurée à la fois en termes d'objectifs financiers et de profil psychologique. Cela, après tout, est ce qui préoccupe généralement les clients lorsqu'ils envisagent les risques de l'investissement. Le caractère pertinent de l'investissement est souvent ce qui est contesté lorsqu'un investisseur se plaint des services que lui a fourni le PSI. L'approche comportementale permettrait de diminuer le nombre des contestations et devrait donc avoir pour effet de protéger à la fois l'investisseur et le PSI, tout en favorisant une allocation optimale des capitaux.

Peu de travaux ont tenté de repenser le droit des marchés financiers sous l'angle comportemental. Et pourtant il apparaît déjà que l'élaboration d'une réglementation permettant de corriger les biais comportementaux des investisseurs constitue un véritable défi. Elle se heurte en effet à la réglementation actuelle qui a été conçue comme la transposition juridique de la théorie de l'efficience. Mais si les failles de cette théorie ont pu être mises en évidence, pourquoi est-il si difficile de la remettre en cause ? Certainement parce que cela constituerait un véritable tremblement de terre dont les secousses se ressentiraient très loin de l'épicentre.

L'approche comportementale gêne car elle est la première concurrente de la théorie de l'efficience. Elle suscite autant l'intérêt des milieux universitaires que celui des praticiens. C'est justement la diffusion et la généralisation de l'approche comportementale qui sont à la source de ses principales faiblesses.

II. Un succès aux effets ambivalents

D'une part, la finance comportementale serait victime de son succès. Adopter systématiquement un point de vue comportemental peut générer certains effets pervers. Appliquons l'approche comportementale jusqu'au bout de son raisonnement : si tout le monde souffre de biais comportementaux, cela n'inclut-il pas aussi l'autorité régulatrice elle-même ? (A). D'autre part, alors que le courant comportementaliste peine à remettre en cause le système juridique actuel, il a rencontré un vif succès dans le domaine politique. Ce contraste est peut-être du au fait que le juriste a brûlé certaines étapes. Ce n'est qu'en bénéficiant d'un soutien politique et d'une large diffusion auprès du public que le renouvellement de la réglementation actuelle dans une approche comportementale pourra se justifier (B).

A. Un cercle vicieux

Si les autorités régulatrices sont aussi soumises à des biais (1), alors il convient comme pour les investisseurs d'envisager des mécanismes correcteurs (2).

1. Les biais des autorités régulatrices

Comment envisager une réglementation capable de corriger les biais des investisseurs si l'entité supposée l'élaborer est elle-même la victime d'erreurs comportementales ?

L'AMF rétorquerait certainement que son haut niveau de compétences la protège de certains biais. Le travail des économistes comportementaux montre cependant que les experts sont aussi sujets à leur propre ensemble de biais. De plus, l'AMF n'est pas soumise aux mêmes pressions concurrentielles que les investisseurs et autres intervenants sur les marchés financiers. Ces forces concurrentielles peuvent réduire les biais comportementaux des investisseurs non initiés et des professionnels⁶².

⁶² Par exemple en forçant ceux qui sont le plus influencés par ces biais à quitter le marché.

Au contraire, les autorités régulatrices ont généralement le monopole de leur domaine, ce qui les fait échapper aux strictes contraintes du marché. Or ces pressions pourraient corriger certaines erreurs dans la prise de décisions. Si les biais sont universels, les autorités régulatrices souffrent-elles plus ou moins de ces biais que les investisseurs ? Les marchés sont cruels envers les moins talentueux et les autorités régulatrices peuvent tenter de les secourir.

Tous les comportementalistes s'intéressant à la réglementation des marchés financiers n'appellent pas inconditionnellement à l'intervention du pouvoir réglementaire pour corriger les biais comportementaux. Ainsi, la possibilité que les autorités régulatrices soient soumises à des biais a conduit à s'interroger sur l'opportunité de l'utilisation de la réglementation comme correctif.

Il est clair qu'une réglementation parfaite est préférable à un marché inefficent. Mais l'alternative ne se pose dans ces termes que si l'on s'intéresse aux biais auxquels sont soumis les autorités de régulation. Celles-ci ne pourront jamais élaborer une réglementation corrective parfaite. Les comportementalistes doivent prendre en compte dans leur analyse les erreurs comportementales des autorités régulatrices. Il faut donc analyser les biais principaux que peuvent connaître les responsables de l'AMF. Certains d'entre eux sont spécifiques aux autorités de régulation et n'affectent pas les investisseurs individuels.

Tout d'abord le biais dit « *Bounded Search* » montre que les régulateurs peuvent omettre d'envisager certaines alternatives à la réglementation. L'AMF tente souvent de régler des problèmes complexes par le recours à la transparence. Cela n'est pas nécessairement la meilleure solution pour corriger les biais des investisseurs. La transparence pourrait même être incapable d'éduquer les intervenants dont le processus de prise de décision est biaisé. Par exemple, des investisseurs qui souffrent d'un excès de confiance peuvent ignorer les avertissements donnés par les informations. L'importance particulière donnée par l'AMF à la transparence peut avoir pour finalité de protéger les investisseurs en évitant les scandales financiers comme Enron ou Worldcom.

Egalement, l'AMF dispose d'une multitude d'informations provenant de sources diverses telles que les entreprises, les marchés, mais aussi les investisseurs eux-mêmes ainsi que le monde académique. La conception de nouvelles règles est coûteuse et complexe. Elle requiert l'analyse de phénomènes économiques que les agents intervenants sur les marchés sont plus à même de connaître que les autorités de régulation. Il n'est donc pas très surprenant que les autorités régulatrices développent souvent une vision limitée et se bornent à des schémas

règlementaires bien connus (« *Bounded Rationality* »)⁶³. L'inaptitude de l'AMF à étudier tous les risques des marchés et à choisir ceux à traiter en priorité⁶⁴ peut expliquer ses difficultés à appréhender les événements se déroulant sur les marchés.

L'AMF n'est pas à l'abri d'effectuer un traitement biaisé de l'information. Étroitement liées à la rationalité limitée, les heuristiques utilisées par les autorités régulatrices pour organiser le flux d'informations alimentant le marché sont caractéristiques du biais de disponibilité des autorités de régulation. Elles accordent trop d'importance aux événements récents, pour lesquels l'information est immédiatement disponible. Les responsables de l'AMF peuvent aussi être soumis au biais d'erreur rétroactive, pondérant trop fortement la probabilité d'événements passés qui ont eu lieu, par rapport à ceux qui n'ont pas eu lieu. Enfin, le biais d'erreur fondamentale d'attribution peut conduire les responsables de l'AMF à surestimer l'influence d'une supposition, par exemple la tendance à la fraude, dans l'explication du comportement d'une personne. Il en résulte qu'une fois que l'AMF considère qu'une personne n'est pas digne de confiance, elle aura tendance à rechercher la fraude plutôt qu'une erreur sincère. De plus, l'AMF n'a que très rarement l'occasion de confronter ses théories à un tribunal. La plupart des actions qu'elle intente aboutissent à une transaction, les accusés ne souhaitant pas qu'il soit porté atteinte à leur réputation.

Les responsables de l'autorité de régulation pourraient faire preuve d'un excès de confiance dans leurs recommandations, conduisant à faire des erreurs et à fixer des objectifs de réglementation irréalistes. En effet, l'expertise revendiquée par l'AMF pourrait résulter d'une tendance des experts à être optimistes dans l'évaluation de leur propre capacité décisionnelle. La SEC ne serait pas épargnée. Par exemple, cette dernière a régulièrement affirmé que la réglementation à l'américaine des marchés était la meilleure dans le monde, et cela même après les scandales Enron et WorldCom.

Les responsables de l'AMF pourraient souffrir du biais dit de confirmation. Une fois les réglementations élaborées, les autorités régulatrices pourraient ressentir le besoin de les

63 Thaler distingue trois catégories de biais par rapport à la norme : la rationalité limitée (« *Bounded Rationality* »), la volonté limitée (« *Bounded Willpower* ») et l'égoïsme limité (« *Bounded self-interest* »). La rationalité limitée comprend d'une part, les erreurs de jugement, d'autre part, les écarts par rapport à ce que préconise la règle de maximisation de l'espérance d'utilité.

64 En raison des capacités finies de son personnel.

justifier plutôt que d'évaluer leurs effets de manière objective. Les preuves qui discréditent la réglementation seront alors ignorées.

L'AMF comme la SEC tendent à supposer que les investisseurs partagent leur vision du monde, créant une illusion de consensus. De la même manière, la SEC peut se montrer sujette au biais d'autocomplaisance en choisissant de ne prendre en compte que les éléments indiquant que les investisseurs la soutiennent et partagent ses opinions. En particulier, la SEC affirme que sans son action, la confiance des investisseurs se détériorerait. Cependant, ces suppositions n'ont pas eu l'occasion d'être vérifiées.

Tous ces biais comportementaux au sein de l'AMF sont accentués par l'omniprésence de la pensée de groupe. Celle-ci apparaît quand les individus viennent à s'identifier à l'organisation et à naïvement accepter sa mission en raison de leur appartenance au groupe. Une fois une décision prise, les membres minimisent les réponses défavorables afin d'éviter les tensions au sein du groupe. Même si les individus étudient une décision objectivement, les membres du groupe se soumettent au consensus. La pensée de groupe tend donc aussi à réduire la variété des hypothèses face à un problème.

Il semble qu'en raison de la pensée de groupe, de l'excès de confiance, du biais de confirmation ou encore du biais d'auto-complaisance, l'autorité régulatrice considère qu'elle sait ce que les investisseurs considèrent comme étant juste sur les marchés.

2. Les mécanismes de correction

Les biais auxquels sont soumises les autorités de régulation sont problématiques par leur portée et par leur échelle, d'où la nécessité de les corriger.

Par exemple, un excès de confiance peut amener les autorités régulatrices à ignorer leurs propres erreurs comportementales et à pousser dans le sens d'une intervention excessive. L'intervention des régulateurs pour corriger les biais implique aussi un réel risque d'erreur dans la réglementation elle-même. Or une fois en place, les nouvelles protections réglementaires deviennent souvent difficiles à modifier. Le marché corrige ses propres erreurs, mais les autorités régulatrices sont généralement peu enclines à en faire de même.

Une analyse comparée de l'AMF et de la SEC permettra de déterminer quels sont les mécanismes de correction envisageables. Ceux-ci doivent en outre se justifier en termes de coûts. Trois mécanismes correctifs principaux peuvent être dégagés.

Tout d'abord, la correction des biais des autorités régulatrices peut passer par la structuration de leur organisation interne. Le personnel d'une autorité de régulation peut ne pas être conscient du fait qu'une décision, afin d'être plus pertinente, devrait être analysée avec un point de vue extérieur au leur et avec un savoir faire différent. Il est alors possible d'avoir recours à un point de vue expert et extérieur afin de réduire le risque qu'une décision soit prise sans tenir compte d'un contexte particulier. Le pouvoir réglementaire de l'AMF est très encadré. L'autorité doit adopter un règlement général qui doit être homologué par arrêté du ministre de l'économie. L'AMF doit consulter les acteurs du marché dans l'élaboration de règles.

La procédure d'adoption de la SEC est quelque peu différente. Le personnel de la SEC est organisé en « *divisions* » et la plupart des textes réglementaires sont examinés par plusieurs « divisions ». Les membres d'une « division » de la SEC adoptent une proposition de règle qui est ensuite soumise à la SEC, c'est-à-dire aux cinq « commissioners ». Si la proposition est approuvée, une consultation des acteurs des marchés financiers s'impose, comme en France.

La procédure d'adoption des textes réglementaires garantit que ceux-ci seront examinés par des entités ayant des points de vue différents. Une telle confrontation des opinions permet de garantir la qualité de la réglementation. Une faille organisationnelle de la SEC peut cependant être identifiée. L'efficacité de ce processus d'analyse sera évidemment remise en question si la sélection des « commissioners » est basée sur des considérations politiques ou des ententes plutôt que sur le mérite et les compétences.

L'organisation interne des autorités de régulation ne suffit cependant pas à éliminer tous les effets des biais cognitifs. Même si une structure optimale réduit certains biais, elle peut aussi en introduire d'autres. S'agissant de la SEC, l'attribution de tâches distinctes aux différentes divisions pourrait réduire l'engagement des individus dans la prise de décision. Ceux-ci risquent en effet de ne plus percevoir leurs contributions personnelles, l'entité de la division l'emportant sur l'identité de ses membres. L'effort individuel apparaît encore réduit puisqu'il ne leur est pas possible de prendre eux-mêmes la décision définitive. L'analyse des propositions par les « commissioners » peut certes apporter un point de vue intéressant, mais elle entraîne aussi une perte d'engagement du personnel dans la décision initiale. De plus, l'impact de l'examen par les « commissioners » sera limité par le fait que chacun ne dispose que d'un vote qui est rarement décisif. Le pouvoir de chaque « commissioner » est encore

dilué par le fait qu'il n'intervient qu'au moment de l'accord final donc lorsque les décisions les plus importantes ont déjà été prises.

L'absence d'une théorie unifiée des biais comportementaux rend difficile l'analyse de l'impact de la structure organisationnelle sur la correction des biais. Faire appel à différents points de vue réduit-il de manière notable l'excès de confiance et la tendance à généraliser des autorités de régulation ? Les réponses à ces questions ne sont pas encore connues.

Des commentateurs avancent que le contrôle juridictionnel est un autre mécanisme qui peut aider les autorités de régulation à surmonter leurs biais comportementaux. Ceci semble plausible, puisque les régulateurs, anticipant l'examen de leur texte par un tiers, s'impliqueront davantage et seront incités à être plus rigoureux. Être obligé d'envisager des alternatives et des contre-arguments est un remède efficace contre l'excès de confiance. En effet, les biais relatifs aux convictions des régulateurs (comme les biais d'excès de confiance et l'excès d'optimisme) peuvent être réduits si les régulateurs sont contraints d'énoncer les points faibles de leur position. La perspective de l'examen découragera aussi les régulateurs de s'appuyer sur des heuristiques⁶⁵ puisqu'ils devront justifier leurs décisions par écrit à des non-experts.

Le mécanisme du contrôle juridictionnel n'élimine cependant pas complètement les biais réglementaires et peut, lui aussi, en introduire d'autres. Les autorités régulatrices peuvent tirer avantage de leur niveau de connaissances et de l'asymétrie d'information pour minimiser les faiblesses de leur position. La question posée peut être d'une complexité telle que le juge ne peut tout simplement pas déterminer la valeur exacte du raisonnement. Si tel est le cas, le contrôle juridictionnel ne pourra pas avoir l'effet escompté sur les biais des autorités de régulation. Poussant à son extrême la logique comportementaliste, certains avancent que les juges peuvent aussi être confrontés à leurs propres biais.

Un troisième et dernier mécanisme serait susceptible de corriger les biais des autorités de marché. La SEC ou l'AMF ne sont pas les seuls régulateurs des marchés financiers. Il existe donc des contre-pouvoirs, notamment politiques, qui vont pouvoir surveiller l'autorité. En France, le règlement général de l'AMF doit être homologué par arrêté du ministre de l'économie. L'AMF doit consulter les acteurs du marché dans l'élaboration de règles. Le

⁶⁵ « Il s'agit de règles qui conduisent à des approximations souvent efficaces, mais faillibles. Elles permettent notamment de simplifier les problèmes (Yachanin et Tweney, 1982). », E. Gardair, « Heuristiques et biais : quand nos raisonnements ne répondent pas nécessairement aux critères de la pensée scientifique et rationnelle », *Revue électronique de Psychologie Sociale*, 2007, pp. 35-46.

règlement général est donc le produit d'un consensus entre les différentes parties concernées. Ainsi, le pouvoir politique est largement associé au processus d'élaboration de la réglementation. En validant la réglementation de l'AMF, il s'assure de la qualité des textes. Aux Etats-Unis, le Congrès et le Président ont une influence considérable sur les marchés financiers, que ce soit par la législation, le processus de nomination, ou indirectement par les diverses pressions exercées sur la SEC.⁶⁶ Par exemple, les règles adoptées par la SEC ne sont pas vérifiées a priori par une quelconque autorité, mais lorsqu'elles sont d'une importance capitale, le Congrès contrôle la proposition de règle en question, à laquelle le Président peut ensuite mettre son veto.

La surveillance politique n'est cependant pas une panacée. De même que les investisseurs, les autorités de régulations et les juges, les pouvoirs politiques eux-mêmes peuvent souffrir de biais comportementaux. Il n'y a aucune raison de penser que leur biais sont moindres que ceux des autres.

Par exemple, avant que le scandale Enron n'éclate, le Congrès n'avait émis aucune inquiétude concernant l'activité des commissaires aux comptes ou des analystes financiers. Après le scandale, les politiciens ont réclamé une réforme de la réglementation. Ce changement d'attitude peut être analysé comme une réponse rationnelle à de nouvelles informations. Mais il s'agit plus probablement d'une manifestation du biais de disponibilité dans la classe politique.

La perversité de l'approche comportementale apparaît ici. Poussée à son extrême, tout le monde serait susceptible de voir ses choix biaisés. Or un biais ne peut pas se corriger tout seul mais nécessite l'intervention d'un élément extérieur. La finance comportementale, en mettant en évidence les biais comportementaux des investisseurs, a déclenché un cercle vicieux. Des investisseurs, on est passé au législateur, puis au juge, et aux pouvoirs politiques. En généralisant le raisonnement des comportementalistes, on aboutit à une conclusion qui paradoxalement sape l'approche comportementale : il n'existe aucun espoir de corriger les biais comportementaux. Emprunter ainsi la voie comportementale et feindre d'y adhérer pour mieux la remettre en cause ensuite semble quelque peu hypocrite. C'est également nier un mouvement en pleine expansion, fondé sur l'analyse comportementale, et provocateur: le paternalisme libéral.

⁶⁶ Il s'agit notamment de pressions budgétaires.

B. Le paternalisme libéral

Une réglementation matérielle fait peur. Pour être justifiée et acceptée, elle devra s'appuyer sur un courant politique. Les politiciens sont plus démagogues que les juristes car il leur faut convaincre l'électorat (1). Pensée comme la mise en œuvre d'une politique bienfaitrice, les exemples de réglementations correctives apparaissent bien plus séduisants (2).

1. Le concept du « Nudge »

Durant sa campagne présidentielle, Barack Obama n'a cessé d'appeler au changement. Jusque là, cet argument semble classique, et même étrangement banal. Si le nouveau président des Etats-Unis a su séduire l'électorat, c'est parce qu'il proposait de changer non pas l'Amérique, mais les Américains. Pour mettre en œuvre ce programme ambitieux, Obama s'est entouré des meilleurs comportementalistes. Il est en effet plus facile de changer les gens quand on comprend leur comportement. La « *dream team* » d'Obama comporte notamment C. Sunstein et R. Thaler, inventeur de l'expression « paternalisme libéral ». Ceux-ci sont les co-auteurs du *Nudge*, ouvrage à destination du grand public qui s'est imposé comme une référence incontournable de la littérature comportementale. « *Nudge* » signifie « coup de pouce », ce qu'illustre d'ailleurs la couverture de l'ouvrage représentant un gros éléphant, l'État, poussant de sa trompe un éléphanteau, l'individu. L'ouvrage explique comment les apports de l'économie comportementale peuvent permettre d'aider les pouvoirs publics à mettre en place des mesures devant inciter les individus à faire de meilleurs choix.

Sunstein et Thaler ont conçu leur œuvre à la manière d'un roman, suscitant ainsi dès les premières pages l'intérêt du lecteur. Ils décrivent un monde peuplé par deux espèces, les « Humains » et les « Econs ». Ces derniers ont les capacités de réflexion d'Albert Einstein, les facultés de mémorisation des ordinateurs d'IBM et la volonté de Gandhi. Ils font toujours des choix rationnels et sont parfaitement informés. Nous les connaissons bien mais pourtant ne les avons jamais rencontrés : ce sont les *Homo Oeconomicus*. Mais comme le font remarquer les auteurs, les gens que nous connaissons ne sont pas comme cela. Les personnes réelles n'arrivent pas à faire des calculs complexes sans calculatrice, oublient parfois l'anniversaire de leur femme et vivent un réveil difficile le matin de la Saint-Sylvestre. Ce sont les « Humains », êtres ignorants, mal informés et paresseux.

L'environnement dans lequel évoluent ces *Homo Sapiens* détermine constamment leurs choix sans qu'ils s'en rendent forcément compte. Il est possible, en intervenant sur cet environnement, d'influencer sur nos décisions. Le « *nudge* » se présente donc comme une action ou une politique publique bien intentionnée, souvent fondée sur le bon sens et visant à corriger les faiblesses de la nature humaine. Une action possible consiste à nous présenter un choix que l'on adoptera par défaut. En effet, des études montrent que nous faisons la plupart de nos choix par défaut, et cela même si les enjeux sont importants. Pour les auteurs, il faut en tirer deux importantes leçons: « First, never underestimate the power of inertia. Second, that power can be harnessed » (page 9).

Celui qui a la responsabilité d'organiser le contexte dans lequel les gens prennent des décisions est appelé un architecte du choix (« *choice architect* »). Il peut s'agir de celui qui conçoit les bulletins de vote utilisés lors d'une élection, du docteur qui explique à son patient les différents traitements possibles, des parents, des entreprises, mais encore les concepteurs des politiques publiques. Ces derniers orienteront nécessairement les individus en fonction de la manière dont ils conçoivent leurs dispositifs, et même si telle n'est pas leur intention initiale. Dès lors, autant les orienter vers l'option qui correspond le plus à ce que les individus choisiraient s'ils étaient parfaitement rationnels et consciencieux. Enfin, le « *nudge* » a en général un coût dérisoire par rapport aux bienfaits qu'il apporte, et n'interfère nullement avec les actions de ceux qui ont déjà pris les bonnes décisions.

Thaler et Sunstein considèrent que leur courant est « The Real Third Way » permettant de faire une synthèse entre les démocrates qui, depuis Roosevelt, ont souvent insisté sur des interventions fermes, réduisant voire éliminant la liberté de choix et les républicains argumentant en faveur du laissez-faire et contre l'intervention du gouvernement.

Ils décrivent ainsi leurs idées comme relevant du « paternalisme libéral ». Les auteurs expliquent pourquoi ils ont choisi cette curieuse expression qui met côte à côte deux mots qui sont totalement contradictoires. Ils expliquent pourquoi ces termes semblent inconciliables : « Libertarians embrace freedom of choice, and so they deplore paternalism. Paternalists are thought to be deeply skeptical of freedom of choice and to deplore libertarianism »⁶⁷. L'opposition entre les partisans du paternalisme et les libéraux est dépassée si l'on fusionne

⁶⁷ C. Sunstein et R. Thaler, voir note 66.

les deux tendances pour n'en former qu'une seule : « paternalisme »⁶⁸ parce qu'il est légitime pour les architectes du choix d'aiguillonner les individus vers certains résultats, soit pour prévenir les conséquences des « faiblesses humaines » qui les conduisent à prendre des décisions contraires à leurs intérêts, soit en jouant sur celles-ci pour parvenir à des objectifs socialement désirables, et « libéral »⁶⁹ car ce courant respecte et préserve la liberté de choix. Thaler et Sunstein affirment que le « libertarian paternalism is not an oxymoron » (page 253), ce qui est également le titre d'un article dans lequel ils défendent leur expression.⁷⁰

Cette politique se veut bien intentionnée, possible et justifiée. Elle réhabilite le rôle de l'Etat, qui en tant qu'architecte du choix a nécessairement une influence sur les choix que font les individus. Il fournit aux individus un large éventail de choix possibles, mais il ne leur garantit pas un « contexte de choix » optimal. Le rôle de l'Etat paternaliste libéral consisterait à construire des configurations de choix qui orientent les individus.

Des deux termes, celui qui représente le mieux le courant est « paternalisme ». Thaler et Sunstein expliquent que le mot *libertarian* est utilisé pour modifier le sens de *paternalism*. Ce ne serait qu'une forme atténuée de paternalisme qui préserve la liberté. Le paternalisme libéral n'est pas intrusif parce que les choix ne sont pas bloqués, définitifs ou accablants.

L'ambition de ce courant est bien sûr de séduire les partisans des deux camps. Il s'agit aussi de dépasser le clivage droite-gauche dont se sont lassés les Américains. Ce fut un des grands thèmes de toute la campagne de Barack Obama. L'aigreur partisane empoisonne la politique américaine et affaiblit depuis des décennies les institutions démocratiques des Etats-Unis.

Le paternalisme libéral est une politique consensuelle et « transpartisane ». Thaler et Sunstein ne sont pas favorables à un gouvernement plus important mais à une meilleure gouvernance. Cette philosophie ouvre de nombreuses perspectives intéressantes pour moderniser les politiques publiques.

⁶⁸ « The paternalistic aspect lies in the claim that it is legitimate for choice architect to try to influence people's behavior in order to make their lives longer, healthier and better », *Nudge*, page 5.

⁶⁹ « The libertarian aspect of our strategies lies in the straightforward insistence that, in general, people should be free to do what they like, and to opt out of undesirable arrangements if they want to do so », *Nudge*, page 5.

⁷⁰ C. Sunstein et R. Thaler, « Libertarian paternalism is not an oxymoron », Working Paper, 2003.

2. Quelques exemples de « Nudges »

Quelques « nudges » ont déjà été mis en œuvre. Thaler et Sunstein citent comme étant un bon exemple la réforme des retraites votée en 2006 aux Etats-Unis. Les Américains épargnent peu pour leur retraite. Ils ont tendance à faire remettre à plus tard leur décision mais risquent ainsi de se retrouver démunis quand vient l'âge de la retraite. Au lieu de devoir souscrire volontairement à un plan de retraite, l'employeur met automatiquement en place un plan d'épargne par défaut pour ses employés. Or, ceux-ci peuvent, au nom de la liberté de choix, se désinscrire pour disposer à leur gré de leur épargne. Mais leur paresse naturelle les empêche en général de faire de choix. Il est également prévu, par défaut, que le taux de contribution augmente avec l'évolution du salaire, alors que cette hausse reposait précédemment sur une démarche volontaire.

Dans « Nudge », Thaler et Sunstein font de nombreuses propositions qui pourraient se concrétiser dans les années futures. Dans le cas de la préservation de l'environnement, «le gouvernement devrait créer un « inventaire des gaz à effet de serre ». Les plus gros pollueurs seraient contraints de se dévoiler. Les gens pourraient ainsi prendre connaissance des diverses sources de gaz à effet de serre aux États-Unis et suivre leur évolution au fil du temps. Les États et les collectivités seraient en mesure de prendre des mesures législatives. L'inventaire, relayé par les médias et les associations, permettrait aussi d'attirer l'attention sur ces gros pollueurs. Cette mauvaise publicité pourrait les inciter à corriger eux-mêmes leur comportement, car l'image d'une entreprise a une influence sur ses résultats.

Thaler et Sunstein s'interrogent sur les « nudges » qui auraient peut-être permis d'éviter la crise financière de 2008. Avant tout, ils font remarquer que les « nudges » tous seuls n'auraient pas été suffisants. Ils mettent en avant trois principaux biais comportementaux qui ont favorisé la survenance de la crise : les capacités de compréhension limitées des individus, la tentation de recharger leurs emprunts hypothécaires au lieu de les payer ainsi que les biais d'optimisme et de représentativité qui les ont conduits à croire que les prix de l'immobilier allaient toujours monter.

La complexité du monde financier a considérablement accru pendant les vingt dernières années. Même certains professionnels sont susceptibles de ne pas comprendre des produits

financiers très sophistiqués. La solution proposée par les auteurs est d'améliorer la transparence. Des obligations rigoureuses concernant le ratio de solvabilité ne seraient pas la solution. Il serait nécessaire d'amener les dirigeants des banques, des hedge funds et des compagnies d'assurance à mieux se conduire grâce à la transparence. Thaler a ainsi pu affirmer : « Disclosure does help at every level. Maybe it's not a panacea, but that's not a reason not to do it ». L'analyse comportementale des obligations d'information ne conteste pas leur bienfondé mais leur caractère absolu. La réglementation doit permettre aux personnes concernées de comprendre le risque réel de leurs investissements. Concrètement, les contrats pourraient être transférés sur un site internet qui les rendrait compréhensibles et mettrait en évidence les détails cachés.

Le fait de connaître les risques de son investissement va permettre aussi de réduire le biais de représentativité. Un auteur⁷¹ a proposé la création d'une base de données statistiques, mais Thaler et Sunstein préfèrent opter pour un système de *label* comparable à celui qui existe pour la nourriture.

Mais le « *nudge* » le plus susceptible de contrer ces biais serait l'insertion de dispositions dans les hypothèques et autres instruments, qui seraient adoptées par défaut par le consommateur. Une réglementation élaborant ces dispositions est alors envisageable. Comme la liberté de choix est préservée, la réglementation devrait aussi poser des règles au cas où le consommateur n'opte pas pour les dispositions qui lui sont proposées.

Il convient de remarquer que dans chacun de ces exemples, le coût du « *nudge* » ne serait guère important, mais ses effets très conséquents.

⁷¹ Elizabeth Warren

CONCLUSION

L'hypothèse d'anticipations rationnelles qui se trouve au fondement de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers constitue le socle sur lequel la théorie financière s'est construite depuis un demi-siècle. Cette rationalité signifie que les investisseurs peuvent calculer la meilleure estimation possible de la valeur fondamentale en utilisant toute l'information pertinente disponible. L'objectif essentiel du droit des marchés financiers est alors de garantir l'accès à une information fiable et suffisante. La transparence et les obligations d'information constituent l'outil juridique de l'efficience.

En dépit de l'élargissement progressif de la notion d'efficience, l'hypothèse de rationalité des investisseurs apparaît en contradiction avec un nombre croissant d'anomalies. Les tests empiriques invalidant les prédictions du modèle ont rendu possible l'avènement de la finance comportementale. Ce courant se propose d'appréhender le fonctionnement des marchés et la formation des prix sous l'hypothèse de comportements non parfaitement rationnels et à partir de travaux effectués en psychologie cognitive. Il est aujourd'hui communément admis que les travaux de Daniel Kahneman et Amos Tversky ont jeté les fondations de la finance comportementale. Lauréat du prix Nobel d'économie en 2002, Kahneman n'est ni un économiste de formation ni un mathématicien, mais un psychologue. Ce dernier se vante d'ailleurs de n'avoir jamais pris de cours d'économie.

Si, pour de nombreux chercheurs, la finance comportementale constitue la remise en question, voire la fin du paradigme de l'efficience des marchés, elle constitue aussi une source de réflexions, notamment pour le juriste. Le renouvellement du droit des marchés financiers dans une optique comportementale se heurte à de nombreux obstacles parce que la finance comportementale est au stade de l'infiltration. La diversité de la littérature comportementale témoigne de son succès. Par exemple elle s'est déjà exportée dans la gouvernance d'entreprise (« *Behavioral Corporate Governance Theory* »), le management stratégique, le marketing ou encore la comptabilité (« *Behavioral and Experimental Accounting* »). Comme les juristes, les spécialistes de ces domaines sont amenés à rechercher comment « débiaiser » les comportements. L'approche comportementale est cependant un domaine sous-exploité,

particulièrement par les juristes français, et un grand nombre de commentateurs considèrent que la matière n'a pas atteint un niveau de maturité suffisant.

Néanmoins la percée récente des comportementalistes dans le monde politique offre de nouvelles perspectives. Plus particulièrement, les théories générales des incitations connaissent un certain succès.

En même temps, elles posent un problème éthique que ne manqueront pas de faire remarquer les opposants au paternalisme libéral. En effet, ce courant implique que certains choix sont objectivement meilleurs que d'autres, quels soient les individus concernés. On présuppose donc que certains savent ce qui est bon pour autrui.

Evidemment les comportementalistes ne sont pas à l'abri des critiques. Malgré cela, la finance comportementale aura indéniablement apporté un éclairage nouveau sur les actions et décisions humaines. D'ailleurs pour Thaler, la crise actuelle est due au fait que les organismes de réglementation n'ont pas pris en compte ces caractéristiques humaines. Nous sommes loin des propos de Burton Malkiel qui a affirmé à propos du caractère imprévisible des cours qu'« en matière de sélection d'actions, un chimpanzé, les yeux bandés, qui lance des fléchettes sur le Wall Street Journal peut faire aussi bien que les experts » (*A random Walk Down Wall Street*, 1973). La finance comportementale a réintroduit l'humain dans la compréhension des marchés financiers.

TABLE DES MATIERES

Introduction	2
PREMIERE PARTIE LA THEORIE ECONOMIQUE BOULEVERSEE PAR LA FORCE EXPLICATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE	9
I. Une théorie de l'efficience insuffisante	10
A. Une construction théorique puissante.....	10
1. La formation du prix selon la théorie de l'efficience	10
2. La traduction juridique de la théorie de l'efficience	14
B. Une application empirique décevante.....	17
1. La saisonnalité, la rentabilité et la météorologie	17
2. Volatilité et krachs boursiers	20
II. Une approche comportementale séduisante.....	23
A. Les fondements de la finance comportementale	24
1. La notion d'arbitrage limité.....	24
2. L'irrationalité de l'investisseur	27
B. La présentation des principaux biais comportementaux.....	31
1. Les biais affectifs	31
2. Les biais cognitifs.....	34
SECONDE PARTIE L'ANALYSE JURIDIQUE RENOUVELEE PAR LA PORTEE NORMATIVE DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE	39
I. Une réglementation aux vertus correctives	40
A. Une élaboration périlleuse	40
1. La difficile remise en cause de la régulation actuelle	40
2. L'écueil d'une réglementation contraignante.....	44
B. Les réglementations justifiables	47
1. L'aménagement de la réglementation actuelle.....	47
2. Une réglementation incitative ou éducative	51
II. Un succès aux effets ambivalents	54
A. Un cercle vicieux	54
1. Les biais des autorités régulatrices	54

2. Les mécanismes de correction.....	57
B. Le paternalisme libéral	61
1. Le concept du « Nudge ».....	61
2. Quelques exemples de « Nudges ».....	64
Conclusion.....	66
Table des matières	68
Bibliographie	70

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie relative à la théorie de l'efficience des marchés :

Articles :

- M. Albouy, « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? », *Revue française de gestion*, 2005.
- A. Sangare, « Efficience des marchés : un siècle après Bachelier », *Revue d'économie financière*, 2005.
- R. Gillet et A. Szafarz, « L'efficience informationnelle des marchés. Une hypothèse, et au-delà ? », Working Paper, 2004

Ouvrages :

- B. Colmant, R. Gillet, A. Szafarz, « Efficience des marchés : concepts, bulle spéculative et image comptable », Editions Larcier, 2003.
- L. Dabin, « Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières », Editions Larcier, 2004.
- A. Orléan, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », *Reflets et perspectives de la vie économique, L'efficience des marchés financiers*, Editions De Boeck Université, 2004.
- R. Cobbaut, « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins », *Reflets et perspectives de la vie économique, L'efficience des marchés financiers*, Edition De Boeck Université, 2004.

Bibliographie relative à la finance comportementale :

Articles :

- A. Orléan, « Efficience informationnelle versus finance comportementale : un débat », Working Paper, 2007.

- N. Aktas, « La finance comportementale : un état des lieux », *Revue française de gestion*, 2005.
- A. Orléan, « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », *Les crises financières*, La Documentation française, 2004.
- V. Ricciardi, H. Simon, « What is Behavioral Finance? », *Business, Education and Technology Journal*, 2000.
- M. Albouy, G. Charreaux, « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? », *Revue française de gestion*, 2005.

Ouvrages :

- A. Susskind, « La finance comportementale », Editions Larcier, 2005.
- M-H. Broihanne, M. Merli, P. Roger, « Finance comportementale », Editions Economica, 2004.
- M. Mangot, « Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers », Editions Dunod, 2008.
- L. Tvede, « Psychologie des marchés », Editions Séfi, 2008.

Bibliographie relative à l'analyse comportementale du droit des marchés financiers :

Articles :

- S. Choi, A. Pritchard, « Behavioral Economics and the SEC », Working Paper, 2003.
- L. Cunningham, « Behavioral Finance and Investor Governance », *Washington & Lee Law Review*, 2001.
- S. Bainbridge, « Mandatory Disclosure: a Behavioral Analysis », *University of Cincinnati Law Review*, 2000.
- D. Langevoort, « Taming the Animal Spirits of the Stock Market: A Behavioral Approach to Securities Regulation », Berkeley Program in Law & Economics, Working Paper Series, 2002.
- R. Epstein, « Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections », *The University of Chicago Law Review*, 2006.

Bibliographie relative au paternalisme libéral :

Articles:

- R. Thaler, C. Sunstein, « Libertarian Paternalism is Not an Oxymoron », Working Paper, 2003.
- R. Thaler, C. Sunstein, « The dramatic effect of a firm nudge », *Financial Times*, 2008.
- R. Kerr, « Nudging us into the third way? », *Hamilton East Rotary Club*, 2008.

Ouvrage :

- R. Thaler, C. Sunstein, « Nudge », Editions Penguin, 2008, 2009.

Autres références :

- J. Antoine, M-C Capiou-Huart, « Dictionnaire des marchés financiers », Publié par De Boeck Université, 2006.
- A. Couret, H. Le Nabasque, « Droit Financier », Editions Dalloz, 2008.