

**« Les gérants d'actifs en action :
l'importance des conventions dans la décision financière »**

Y. Tadjeddine, FORUM*

En quoi les thèses développées par l'école des conventions contribuent-elles à une meilleure compréhension du fonctionnement des marchés financiers ? Le marché du travail et des biens constitue depuis longtemps un terrain de recherches fécond pour les tenants des conventions. *A contrario*, le marché financier, à l'exception notable des travaux d'Orléan, n'est devenu un champ d'investigation des concepts conventionnalistes que depuis une dizaine d'années seulement. Le principal résultat de ces recherches est de prouver que le prix d'équilibre sur le marché financier ne dépend pas uniquement des données objectives mais incorpore aussi des constructions sociales¹ promues par la sphère financière. Cette approche, en mettant l'accent sur les influences interpersonnelles, permet une meilleure compréhension de la réalité financière.

D'autres courants ont aussi cherché à appréhender la complexité du marché financier. L'enjeu principal de ces recherches est la question de l'efficience informationnelle des prix : les cours boursiers sont-ils de bons estimateurs de la valeur des entreprises ? Cette thèse de l'efficience fut d'abord critiquée théoriquement, dans le cadre d'asymétrie informationnelle (Grossman, Stiglitz [1980]) ou de générations imbriquées (Tirole [1985]). Puis, la controverse s'étendit à sa vérification empirique (Shiller [1989]). Enfin, la finance comportementale remet en question la caractérisation psychologique des intervenants financiers (Thaler [1991]). Ces travaux apportent des explications différentes aux déconnexions possibles du prix de la valeur de l'entreprise, dite valeur fondamentale. Pour les tenants des bulles rationnelles et des asymétries d'information (Hirshleifer, Subrahmanyam, Titman [1994]), l'explication est à rechercher dans les croyances collectives. La finance comportementale souligne pour sa part l'importance des biais récurrents dans la prise de décision, tels la surréaction des individus à certaines nouvelles ou leur confiance excessive (Tordjman [1996]). Ces recherches fécondes

* *L'auteur remercie Vincent Bignon, Isabelle Bilon et Sébastien Galanti pour leurs remarques, ainsi que les critiques constructives formulées par Gilles Raveaud et André Orléan. Elle reste seule responsable des erreurs et omissions.*

¹ Nous parlerons indifféremment de représentation sociale, de construction sociale ou de convention. Ces concepts sont à l'origine de controverses en sciences sociales. Nous adopterons la définition cognitive de Moscovici [1986]: « les représentations sociales sont des systèmes de préconceptions, d'images et de valeurs qui ont leur propre signification culturelle et subsistent indépendamment des expériences individuelles. »

ne relèvent pas de l'approche conventionnaliste et soulignent la réalité complexe des marchés financiers.

Selon nous, la particularité de l'approche conventionnaliste de la finance est de fonder le fonctionnement du marché et le comportement des acteurs à partir de trois concepts : représentation sociale, logique de formation du prix et liquidité. Keynes [1937] fut le premier à définir le comportement spéculatif à partir de ce triptyque, repris ensuite par Orléan [1988]. La première partie de cet article précisera ce triptyque.

Dans un second temps, nous mettrons à l'épreuve ce cadre théorique pour comprendre le comportement financier d'une catégorie d'investisseurs: les fonds communs de placement. Pour cela, nous mobiliserons trois techniques empiriques : l'économétrie sur données individuelles, une enquête par questionnaire et une dizaine d'entretiens auprès de gérants de fonds français. Les recherches menées par Eymard-Duvernay (Eymard-Duvernay, Marchal [1997]) ont souligné la pertinence des enquêtes de terrain pour comprendre les phénomènes économiques. L'observation du comportement effectif de l'acteur, de son environnement de travail ou encore des objets qu'ils utilisent permet de mieux appréhender les mobiles de son action. L'économiste peut construire des hypothèses comportementales plus proches de la réalité afin de mieux comprendre le fonctionnement des marchés. Notre triple dispositif empirique met en lumière certains faits stylisés relatifs aux processus de décision des gérants. Pour autant, nous ne prétendons pas avoir effectué un véritable travail qualitatif de terrain qui aurait nécessité plus d'entretiens. Nous proposons dans cet article d'exposer les éléments qui avalisent la pertinence de l'approche conventionnaliste pour comprendre le comportement financier.

1. LE TRIPTYQUE CONVENTIONNALISTE DE LA FINANCE

1.1. la notion de représentation sociale

Le concept de représentation sociale ou convention caractérise l'adhésion à un instant donné d'un groupe à une certaine causalité². L'adhésion à cette croyance n'implique pas la véracité de celle-ci ; il suffit que la représentation soit connue et acceptée par un grand

² Orléan s'inspire de cette définition et distingue deux modalités : « selon la première interprétation, l'individu *i* croit que la proposition *Q* est vraie [...] parce] qu'une grande partie du groupe croit que la proposition *Q* est vraie [...] Selon la seconde interprétation [...], l'individu *i* croit à *Q* pour autant qu'il croit qu'une grande partie du groupe croit également que le groupe croit à *Q*. » [2002] p. 727

nombre d'individus. La convention n'est pas nécessairement objective ; il ne s'agit ni d'une loi naturelle ni d'un résultat prouvé par la science. Elle consiste seulement en une proposition quelconque à laquelle une communauté d'acteurs adhère. Elle est nécessairement contextuelle³, située dans le temps et dans l'espace.

Les opérateurs sont influencés par ces conventions ; par conséquent leurs ordres seront contingents à ces croyances et à leurs prédictions. Si un nombre important d'acteurs procède ainsi, le prix, résultat de la confrontation des ordres individuels dépendra lui aussi de ces conventions. On parle de prophéties auto-réalisatrices (Azariadis, Guesnerie [1982]). La croyance sociale n'a pas besoin d'être « vraie », sa pertinence provient uniquement de sa capacité à être acceptée auprès de la communauté.

La définition de Moscovici qui est retenue ici est une version cognitive de la notion de convention. Il n'y a de référence ni à la légitimité de cette représentation, ni à l'origine sociale des membres de la communauté. Il s'agit seulement d'un schéma de pensée qui sert de support à un discours admis par la majorité. Ainsi, cette version des conventions diffère sensiblement de celle adoptée par la plupart des auteurs se réclamant de cette Ecole (Bessy, Favereau [2003]). Cette différence tient selon nous à la particularité du marché financier où la réussite d'un ordre dépend de la bonne anticipation du cours. La légitimité est donc uniquement marchande. Si les représentations peuvent influencer le prix ou donner une évaluation de ce qu'il sera, l'opérateur aura intérêt à s'y référer pour réaliser un profit.

Orléan [1999, 2002] a analysé certaines des conventions qui ont structuré les marchés financiers à différentes périodes de leur histoire. De même, Brière dans ce présent ouvrage montre le caractère conventionnel des informations considérées comme cruciales par les opérateurs de marché. Dans la suite de cet article, le terme de représentation financière concernera principalement des conventions d'évaluation, à savoir des règles intervenant dans l'estimation de la valeur des sociétés.

1.2. Deux logiques conventionnalistes de formation du prix

On peut distinguer deux configurations du marché dans lesquelles les conventions influencent la formation du prix sur le marché financier (Tadjeddine [2000a]).

³London [1997] parle en ce sens de référentiel pour caractériser l'"ensemble de représentations de substitution qui permettent de distinguer ce qui doit être jugé "bon" de ce qui doit être jugé "mauvais", et qui aident les agents à s'orienter dans un environnement où le sens qu'il convient d'attribuer à un événement n'est pas *ex ante* univoquement déterminé." (p. 171)

Dans la première configuration, que nous nommerons fondamentaliste⁴, l'agent estime que le prix d'équilibre dépend de la valeur réelle de la firme, définie comme sa capacité à générer des profits ou à redistribuer des dividendes. Pour anticiper ce que sera le prix futur, l'individu doit estimer ce que sera cette valeur. Or, cette estimation ne résulte pas uniquement d'un calcul propre sur la base d'informations personnelles. Elle se fonde surtout sur des conventions relatives aux entreprises et à l'économie. Par exemple, pendant la « Bulle Internet », les analystes financiers ont choisi le critère du chiffre d'affaires pour estimer la valeur des firmes. Les gérants ont à leur tour adopté ce critère et se sont forgés une opinion de la valeur des firmes au regard de cette convention d'évaluation (Tadjeddine [2000b]). Dans cette configuration fondamentaliste, l'agent croit à une formation objectivée des prix, alors même que son évaluation individuelle repose sur des conventions.

La seconde configuration s'appuie sur une formation autoréférentielle du prix (Orléan [1988]). Dans l'approche autoréférentielle stricte, les agents cherchent en permanence à savoir ce que les autres pensent. Ils sont tous mimétiques. Cette situation est rare sur les marchés et intervient seulement en situation extrême de panique quand les individus ne savent plus les croyances partagées par le marché. Nous retiendrons pour notre part une version plus souple de l'autoréférentialité : les agents s'intéressent à ce qui fonde une opinion stabilisée et cherchent les représentations collectives admises de tous. Dans ce cadre, l'agent croit que le prix s'établit en fonction des croyances des investisseurs. Il cherchera donc ce qui fonde cette opinion, sans se préoccuper de la valeur de l'entreprise⁵.

Dès lors que l'acteur croit à l'une ou l'autre de ces modalités de formation du cours, les représentations collectives influenceront le prix du marché. Certains pourraient arguer que l'approche fondamentaliste est un exemple de logique autoréférentielle. Cela nous semble inexact. Dans la logique autoréférentielle l'acteur a conscience de la construction intersubjective du prix. Il suit la régularité non pas parce qu'il y croit mais parce qu'elle est suivie par les autres. A contrario, dans la logique fondamentaliste, l'individu croit fonder son jugement sur des indicateurs objectifs, indépendants des autres acteurs financiers. Il souhaite estimer correctement la valeur fondamentale et fait abstraction de la construction sociale de son évaluation.

⁴ La valeur de l'entreprise est nommée valeur fondamentale dans la littérature économique.

⁵ Krueger, Kennedy [1990] ont montré que le marché américain réagissait au résultat de la finale de football américain du Super Bowl.

1.3. la notion de liquidité

La cohérence de l'approche conventionnaliste est assurée par la qualité particulière des titres financiers - leur liquidité -, qui permet à chaque détenteur de céder son titre à tout moment. L'investissement financier devient un engagement flexible, indépendant de l'activité réelle de long terme de l'entreprise (Keynes [1937], p. 167 et suivantes). Un titre est d'autant plus liquide qu'il est aisé de l'échanger sur le marché sans que cela n'induisse d'importantes variations de cours. La recherche de titres liquides oriente de plus en plus les choix d'allocation des investisseurs financiers. Elle leur garantit en effet une flexibilité à court terme : ils peuvent modifier la structure de leur portefeuille dans des délais brefs, à des prix déterminés. Or la liquidité n'est pas une caractéristique intrinsèque du titre financier. C'est une construction sociale, produite par le jeu des acteurs du marché qui nécessite la présence d'acheteurs et de vendeurs acceptant de payer le prix du titre. Pour cela, il faut que les membres de la communauté non seulement s'intéressent à l'actif financier, mais encore estiment que le prix proposé à l'échange est correct. La recherche de liquidité par les investisseurs implique donc de s'intéresser aux croyances collectives. Les titres « élus » par la communauté seront les plus facilement échangeables et leurs prix seront les plus aisés à anticiper. Dès lors que la recherche de liquidité devient une priorité pour l'investisseur, les décisions individuelles seront influencées par les représentations sociales.

L'approche conventionnaliste de la finance met en exergue le rôle des représentations sociales dans la construction des anticipations de prix et l'importance de la liquidité des titres dans la décision. Cette définition n'exclut en rien que l'opérateur cherche à maximiser son profit, hypothèse retenue par l'approche conventionnaliste de la finance.

2. COMPORTEMENTS DES GERANTS D'OPCVM ACTIONS FRANCE 1999-2003

La difficulté de l'approche conventionnaliste de la finance tient selon nous à sa vérification empirique. Pourtant, les intervenants du marché sont prompts à reconnaître la pertinence de ses concepts pour rendre compte du fonctionnement du marché (Balley [1987]). Ce paradoxe pourrait s'expliquer par la complexité du cadre conventionnaliste, qui articule logiques individuelles et existence de représentations sociales, en passant ainsi d'un registre idiosyncrasique à une explication holiste. Certes, les modèles d'Orléan [1998] prouvent l'apparition de conventions dans des situations de mimétisme généralisé. Mais, ces modèles restent des

abstractions du fonctionnement du marché et sont difficilement transposables tels quels à la réalité. En effet, la Bourse est un lieu de rencontre d'individus mus par des intérêts et des logiques diverses. Par exemple, l'horizon de placement est très variable : du très court terme pour les *traders* en compte propre, au très long terme (quelques années) pour des fonds de pension. Certains seront plus influencés par les mouvements à court terme du marché, d'autres *a contrario* réagiront à des données économiques. Or, dès lors que l'on quitte le cadre de l'autoréférentialité pure, la production de représentations sociales devient difficile à expliquer. Elle résulte d'un processus complexe mettant en jeu différentes parties prenantes (analystes financiers, journalistes, investisseurs, pouvoirs publics, institutions financières), encadrées dans des logiques différentes (politique, financière, organisationnelle, économique et sociale).

Le travail de l'empiriste peut consister à observer l'effet de ces représentations sur le marché ou à rechercher l'origine de celles-ci. Lordon [2000] a procédé de la sorte pour comprendre l'engouement pour «la création de valeur». On peut aussi citer le travail de Montagne [2003] sur le concept de *prudent man*. Une autre voie consiste à partir des intervenants financiers pour comprendre les mobiles de leur action. Le marché devient dès lors une abstraction et les conventions des données. Notre article s'inscrit dans cette seconde approche, en cherchant à analyser les motivations des ordres des gérants de fonds communs de placement. Nous mobilisons trois supports empiriques : une étude économétrique à partir des rendements constatés des SICAV⁶, une enquête par questionnaire⁷ et une série d'entretiens⁸. Nous nous contenterons de présenter les résultats, nous vous renvoyons aux articles cités pour une description précise de leur méthodologie.

2.1. Le métier de gérant d'actifs

Les fonds de placement sont devenus des acteurs importants des places financières internationales. On distingue en France les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable) et les FCP (Fonds Communs de Placement). Cette forme d'épargne, encouragée par l'Etat (allègements fiscaux pour l'assurance-vie, support à la constitution de retraite) connaît un engouement en France depuis une vingtaine d'années. Les souscripteurs de ces fonds délèguent aux gérants la sélection des titres. Ces derniers appartiennent à une société de gestion, qui peut être indépendante ou filiale d'une institution financière (banque ou assurance). Nous avons dans nos travaux empiriques un échantillon représentatif de ces

⁶ Aaron, Galanti, Tadjeddine [2004] : 83 SICAV étudiées en données quotidiennes sur 1999-2002.

⁷ Aaron, Bilon, Galanti, Tadjeddine [2004] : 80 questionnaires traités, avec un taux de réponse de 22%.

différentes structures. Les gérants sont donc des intermédiaires entre les détenteurs d'épargne (les ménages ou les entreprises) et le marché financier. Les épargnants ne sont généralement pas en relation directe avec les gérants⁹, mais avec des vendeurs. On classe usuellement les fonds suivant leur marché d'intervention (actions, change, obligations, mixte). Pour les fonds orientés actions, comme c'est le cas dans notre étude, les SICAV sont segmentées suivant un indice de marché¹⁰, le « *benchmark* ». On comptait 402 fonds actions enregistrés à la COB au 1^{er} avril 2004. La fonction du gérant consiste à sélectionner des titres afin de réaliser un rendement satisfaisant les souscripteurs. Pour accomplir cette tâche, les gérants s'informent auprès de différents acteurs, internes à l'organisation¹¹ ou externes¹².

2.2. Hétérogénéité des comportements et forte variabilité entre 1999 et 2002

L'étude économétrique a porté sur l'explication des rendements quotidiens de 83 SICAV actions France entre 1999 et 2002. Une des ambitions de ce travail fut d'explicitier la stratégie des gérants pendant la Bulle Internet (1999-printemps 2000) et après son explosion (été 2000- été 2002). Nous avons introduit les différents indices du marché français (CAC 40, SBF 80, Mid CAC, Nouveau Marché et IT) comme variables explicatives des décisions des gérants. De la sorte, nous avons pu reconstruire les segments du marché français qui ont été successivement privilégiés par les gérants au cours de cette période.

Notre étude a souligné la forte hétérogénéité des stratégies des SICAV étudiées. Une minorité d'entre elles suivait exactement leur indice de référence. Il s'agit de gestion passive ou indicielle : l'activité du gérant se résume à répliquer l'indice. Pour les autres, le gérant procède à une sélection personnelle de titres (gestion dite active). Entre 1999-2002, nous avons constaté des déplacements fréquents de ces SICAV entre les différents segments du marché français. En 1999, elles se répartissaient en trois pôles bien distincts : sur le SBF 80, sur le Mid CAC et sur le CAC 40. Un petit nombre de SICAV étaient positionnées sur le Nouveau Marché et l'IT. Entre l'été 1999 et l'été 2000, un repli collectif s'est opéré vers le CAC 40. Ensuite, nous avons constaté une translation vers le SBF 80. Ce phénomène est particulièrement marqué à partir d'octobre 2001, où le positionnement sur le SBF 80 devient

⁸ Galanti, Tadjeddine [2004] : 8 gérants actions-France de la place parisienne interrogés *in situ*, dans de grandes institutions financière) et des sociétés de gestion.

⁹ Sauf pour les grosses fortunes, on parle alors de gestion dédiée.

¹⁰ Cf Annexe 1 pour la définition des indices.

¹¹ Les gérants interrogés expliquaient qu'ils avaient une réunion le matin avec tous les membres de l'équipe, des supérieurs hiérarchiques, des membres du *back office*, des analystes action ou crédit internes.

¹² Il peut s'agir d'analystes financiers extérieurs, de courtiers, chargés d'exécuter les ordres, d'homologues, de dirigeants de société,...

le style dominant. De novembre 2001 jusqu'à la fin de notre période d'étude (été 2002), on note une forte variabilité du positionnement des SICAV, avec la réapparition progressive d'un pôle CAC 40 et un retour vers le Second Marché. En 2002, le SBF 80 ne constitue plus un segment attractif de marché. On retrouve une segmentation forte entre les SICAV positionnées sur le CAC 40 et celles sur le Second Marché.

En résumé, quatre faits sont marquants :

- **Le pôle SBF 80** est apparu comme une solution de repli après l'explosion de la bulle. Les titres de cet indice sont plutôt des valeurs défensives (secteur de l'énergie, de l'agro-alimentaire, de l'immobilier), dont les cours n'avaient pas connu d'envolée spectaculaire avant 2000.
- **Les grosses capitalisations figurant dans le CAC 40** n'ont pas constitué des valeurs refuges. L'explication est à rechercher dans leur composition qui avait fait la part belle aux sociétés engagées dans la Nouvelle Economie (Alcatel, France Telecom, Vivendi Universal).
- **L'engouement pour le Nouveau Marché** apparaît entre 1999 et 2000, mais son ampleur est modérée. Il n'y a pas eu de polarisation myope des fonds sur ce segment.
- **Le secteur des moyennes capitalisations** constitue un pôle important qui a bien résisté. Ce secteur n'a pas connu de désaffection forte.

L'étude économétrique donne un premier panorama du métier des gérants. Sur 1999-2002, période particulièrement mouvementée de l'histoire financière, les fonds français ont changé à plusieurs reprises l'orientation de leur portefeuille : tantôt vers les grosses capitalisations orientée vers la Nouvelle Economie, plus timidement vers les petites sociétés du Nouveau Marché, puis vers les grosses capitalisations plus traditionnelles du SBF 80. Notre analyse économétrique montre alors ses limites : elle ne permet pas d'explicitier les mobiles de ces changements individuels. Une première explication pourrait nous être fournie par l'approche fondamentaliste du fonctionnement du marché : la valeur des entreprises a brutalement changé, obligeant les acteurs à modifier la composition de leur portefeuille. Une deuxième pourrait mobiliser les biais cognitifs : les investisseurs ont sur-réagi aux hausses ou aux baisses des titres. Une troisième enfin pourrait s'appuyer sur l'approche conventionnaliste. La solution naturelle pour trancher ce débat est de les rencontrer et d'interroger les gérants sur les mobiles de leur décision. Nous avons procédé courant 2003 à une enquête par questionnaire et réalisé des entretiens.

2.2. L'importance du critère de liquidité pour la gestion d'actifs

Le risque de liquidité consiste à se retrouver en difficulté pour céder un titre au prix du marché. Ce risque est devenu un élément capital dans la gestion d'actifs, qu'ils s'agissent de fonds axés petites capitalisations (*small cap*) ou de fonds plus généralistes.

« La liquidité, c'est le gros problème des *small cap*. », gérant d'un fonds *small cap*

« On va jusqu'au bout dans le suivi de la liquidité. Nous analysons séparément les grosses capitalisations des moyennes capitalisations. Pour les grosses capitalisations, il n'y a pas de véritable problème de liquidité. Prenons France Telecom, près de 3 millions de titres sont échangés par jour. Alors, si nous *tradons* sur 100 milles, cela n'aura pas d'impact. Par contre, pour les moyennes capitalisations, on analyse le profil de risque et on regarde quel serait l'impact de notre ordre sur le prix. On représente notre *trade* par rapport à ce qui se *trade* habituellement. Si cela conduit à une modification forte du prix, on change, on segmente notre ordre afin de limiter son impact. », Gérant d'un fond important.

Le CAC 40 est constitué des titres des plus grosses capitalisations de la place parisienne, généralement les plus liquides. Or, à partir de l'été 2000, l'indice a commencé à baisser. Certains cours (Orange, Vivendi) ont connu des chutes brutales. Dans ces conditions, les détenteurs de ces titres n'étaient plus assurés de trouver immédiatement un acheteur et surtout avaient du mal à déterminer ce que serait le prix d'échange. L'engagement devenait plus risqué. Dans le même temps, les titres du SBF 80 et du Second Marché résistaient mieux que les autres segments du marché. De nombreux investisseurs se sont tournés vers ces secteurs, assurant *de facto* la présence d'acheteurs et vendeurs potentiels. Ainsi, le nombre d'ordres passés sur le SBF 80 et sur le Second Marché a augmenté. *De facto*, ces segments sont devenus plus liquides qu'avant, la liquidité dépendant des acteurs du marché. Pourtant, ni les sociétés du SBF 80 ni le nombre de titres potentiellement échangeables n'avaient changé. Dans le contexte de marché baissier, cet engouement pour des titres qui résistaient mieux était justifié. Mais, cette situation était transitoire comme nous l'explique un gérant :

« Prenons l'action Bonduelle. Ces dernières années, elle avait été très **entourée** parce que dans un marché baissier elle était très défensive. Mais, il y a un moment donné où les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Donc, il faut prendre ses profits car son niveau de valorisation dépasse son secteur, elle devient la plus chère. »

Nous voyons ici à l'œuvre ce que Orléan [1999] nomme le « paradoxe de la liquidité ». La liquidité d'un titre n'est pas une qualité intrinsèque, elle est une construction sociale. Le prix et la possibilité de trouver un vendeur ou un acheteur sont contingents à l'opinion de la communauté.

2.3. Des stratégies fondamentalistes influencées par des conventions

Dans notre questionnaire, figurait une question fermée sur les informations influençant les décisions des gérants. Ils pouvaient cocher différents items. Les informations relatives à la valeur des firmes furent plébiscitées :

| | |
|--------------------------------------|-------|
| relation dirigeants | 69,2% |
| publication comptes | 61,5% |
| analyste recomm | 53,8% |
| variations fortes & soudaines titres | 43,6% |
| rachat/ventes actions ou parts | 37,2% |
| réalloc ou rebalancements | 28,2% |
| info presses&sites | 25,6% |
| positions d'autres gérants | 3,8% |
| commentaires d'autres gérants | 1,3% |

source : Aaron, Bilon, Galanti, Tadjeddine [2004]

L'opinion et l'évolution récente du prix ne sont pas déterminantes dans la décision des gérants ; les fonds ne sont pas mimétiques.

« Le cours on s'en fout. On n'achète pas une anticipation future du cours mais la matière première -les Per, bénéfices par action,...- qui va nous permettre de faire une estimation du rendement. »

Leur activisme est faible sur le marché ; ils n'ont pas de gestion active à court terme. Plus de 60% des fonds qui ont répondu à notre questionnaire affirmaient passer moins de 10 ordres par mois, et pour 42% moins de 5 ordres. Seulement 7% des fonds reconnaissaient détenir fréquemment des titres pour quelques jours seulement. Les fonds dans leur grande majorité ne sur-réagissent pas aux mouvements du marché.

Mais ils reconnaissent tous l'importance de l'évaluation dans leur décision ainsi que l'influence des analystes :

« Un gérant doit bien comprendre le métier de la société qu'il achète. Donc il doit avoir des notions d'analyse, d'aptitude à bien comprendre les activités et les secteurs. [...] Il faut avoir mis le nez dans les comptes dans les bilans et comptes de résultats. »

« Il y a des analystes qui suivent les valeurs, donc j'ai des recommandations, j'ai des mails tous les jours qui me font des commentaires sur les chiffres qui sortent le matin, les publications ou même des annonces de n'importe quel ordre. Lorsqu'une société annonce qu'elle fait une acquisition ou une cession, j'ai immédiatement un commentaire par les analystes. »

La plupart des fonds ont conscience de l'effet des analystes *sell side*¹³ dans la production d'information. Ils ont réalisé à leurs dépens l'influence considérable qu'avaient exercé ces acteurs financiers pendant la bulle Internet.

¹³ L'analyste *sell side* n'appartient pas à la société de gestion. Il est soit indépendant, soit rattaché à une société de courtage, *broker*, qui est chargée d'exécuter l'ordre sur le marché. On l'oppose à l'analyste *buy side*, qui appartient à la société de gestion.

« Les analystes *sell side* travaillent à la solde du *broker*. Pendant deux ans, ils ont raconté n'importe quoi, puis sont partis au soleil. » Gérant X

Pour éviter cette méprise, les gérants veulent maîtriser le processus d'estimation de la valeur des firmes en construisant leurs propres modèles d'évaluation, en rencontrant les dirigeants d'entreprise et en privilégiant les conseils internes fournis par les analystes *buy side*. Pour autant, l'influence des analystes externe existe encore.

Le consensus (Galanti [2004]), synthèse des conseils formulés par l'ensemble des analystes d'une place, tient un rôle prépondérant, du fait qu'il informe le gérant de l'image générale que se fait la communauté sur une entreprise donnée. Tous les gérants interrogés reconnaissent suivre ou tenir compte du consensus. Le consensus exerce différentes influences. Il peut servir de norme, pour juger la qualité d'une recommandation d'un analyste :

« Un analyste m'annonce être très confiant sur une société. Moi, dans ce cas là, j'ouvre le consensus que j'ai toujours sur mon ordinateur pour vérifier son ancienne opinion sur la société. De la sorte, je vérifie où il se positionnait par rapport au consensus. Si je m'aperçois qu'il était en bas de consensus pour cette boîte, alors cela signifie qu'en remontant ses chiffres, il se met dans le consensus. Son annonce n'a rien d'exceptionnel. »

Pour d'autres, le nombre d'analystes qui suit une entreprise est un facteur important :

« Certaines entreprises sont suivies par 46 analystes, d'autres seulement 3. Nous n'intervenons pas si une société n'est pas suivie par 25 analystes. »

Cet élément conduit le gérant à ne s'intéresser qu'aux titres qui intéressent déjà la communauté financière.

Une dernière influence exercée par le consensus concerne les catégories d'information fournies. Les calculs individuels des gérants sont contingents à la disponibilité de données.

« Le nombre de personnes au *board* d'une *start-up* peut s'avérer très utile. Malheureusement, cette donnée est rarement présente dans le consensus. »

Nous pourrions multiplier ces exemples. Les calculs des gérants dépendent du consensus et des recommandations des analystes. L'évaluation des sociétés devient socialement construite. Les gérants bien que fondamentalistes sont influencés par ces conventions d'évaluation. Les périodes d'euphorie boursière comme la Bulle Internet ou

d'autres manias célèbres sont des illustrations extrêmes de cette influence sociale (Galbraith [1992]).

2.4. L'influence du benchmark

Enfin, dans le questionnaire, 100% des gérants ont déclaré avoir un *benchmark*. C'est l'organisme privé Euronext qui construit ces indices, censés représenter l'activité d'un segment du marché français. Cette construction sociale exerce une influence capitale sur la décision du gérant. 13% des fonds de notre questionnaire se déclaraient indiciels et répliquaient l'indice. Pour les autres, le *benchmark* exerce aussi une influence soit à titre de norme à dépasser (15%) soit comme étalon de comparaison (72%). L'appréciation des performances d'un fonds n'est pas absolue mais se fait relativement au rendement de l'indice considéré. Le *benchmark* sert de référence pour la gestion active. Les gérants comparent régulièrement la structure de leur portefeuille en terme de secteurs d'activités et de sociétés avec celui du *benchmark*. La plupart des gérants interrogés respecte notamment la pondération sectorielle (répartition suivant les secteurs d'activité). Une règle interne peut indiquer la marge maximale tolérée entre l'indice et le portefeuille. La gérante d'un fonds *small cap* nous précise :

« Moi, j'ai quand même un *bench*, un *benchmark*, le Second Marché. Je regarde mes pondérations par rapport à cet indice. Je peux aller jusqu'à 300 points de base en sur-pondération ou en sous-pondération. C'est pour éviter tout débordement sectoriel, pour éviter de se retrouver *out*. Par exemple sur les technos, n'y croyant pas du tout, j'aurais tendance à ne pas en mettre dans mon portefeuille. Mais voilà, ce n'est pas possible. S'il y a le moindre décollage et que vous n'en avez pas, ça y est c'est terminé et la *perf* est foutue pour l'année pour faire le rattrapage. En revanche, avec cette contrainte des 3%, on en a un tout petit peu, même si on n'y croit pas. Par exemple dans le *bench* j'ai 6% du techno, ce qui m'oblige à avoir quand même 4% de techno. Je reste malgré tout un peu sous-pondérée. »

L'appréciation de la stratégie du gérant est relative à l'évolution du *benchmark*. Les souscripteurs se satisferaient mal d'un rendement de leur SICAV bien inférieur à celui de l'indice de référence. Afin d'éviter leur désengagement par la vente de leurs parts, la société de gestion impose ces règles qui brident la liberté du gérant. Le *benchmark* qui est une construction sociale influence considérablement les choix du gérant.

4. CONCLUSION

L'observation des gérants *in situ* permet de mieux appréhender les comportements individuels et souligne l'influence des constructions sociales dans les décisions financières. Les concepts conventionnalistes –liquidité, représentations sociales- émergent comme des facteurs déterminant l'action individuelle. L'analyse du marché financier en partant de l'observation des acteurs valide ainsi la pertinence des thèses conventionnalistes. L'économétrie sur données individuelles, l'enquête par questionnaire et les entretiens apportent une vision complémentaire et précise du comportement économique. Cette posture de recherche doit être encouragée.

La thèse conventionnaliste s'avère d'autant plus justifiée que la période étudiée (1999-2002) s'inscrit dans un contexte particulier avec une croyance sociale fondée sur la Nouvelle Economie. Si pendant cette période, la volatilité excessive animait tous les débats, en 2004, le problème est l'absence de volatilité sur les marchés. Le risque de ne pas trouver de contrepartie est devenu le risque majeur pour les intervenants du marché. L'analyse conventionnaliste, qui souligne le caractère social de la liquidité reste pertinente dans ce cadre.

Notre analyse concerne une catégorie d'acteurs du marché : les gérants de fonds communs de placement. Ces derniers ont un horizon d'investissement long de plusieurs années. Ils adoptent une logique fondamentaliste, en pariant sur des sociétés. Ils n'arbitrent pas entre les marchés et spéculent peu à court terme, contrairement par exemple aux *hedge funds*. Nos résultats, notamment ceux relatifs à la faible influence du marché et à l'absence de mimétisme, pourraient différer si nous avons étudié d'autres catégories d'investisseurs. Le marché étant le lieu de rencontre d'agents aux logiques fort différentes, nous ne saurions conclure à l'impact effectif des gérants sur le marché financier. Les fonds ont pu contribuer à la forte volatilité observée entre 1999 et 2002, mais ils ne sauraient être les responsables de ce phénomène.

Bibliographie :

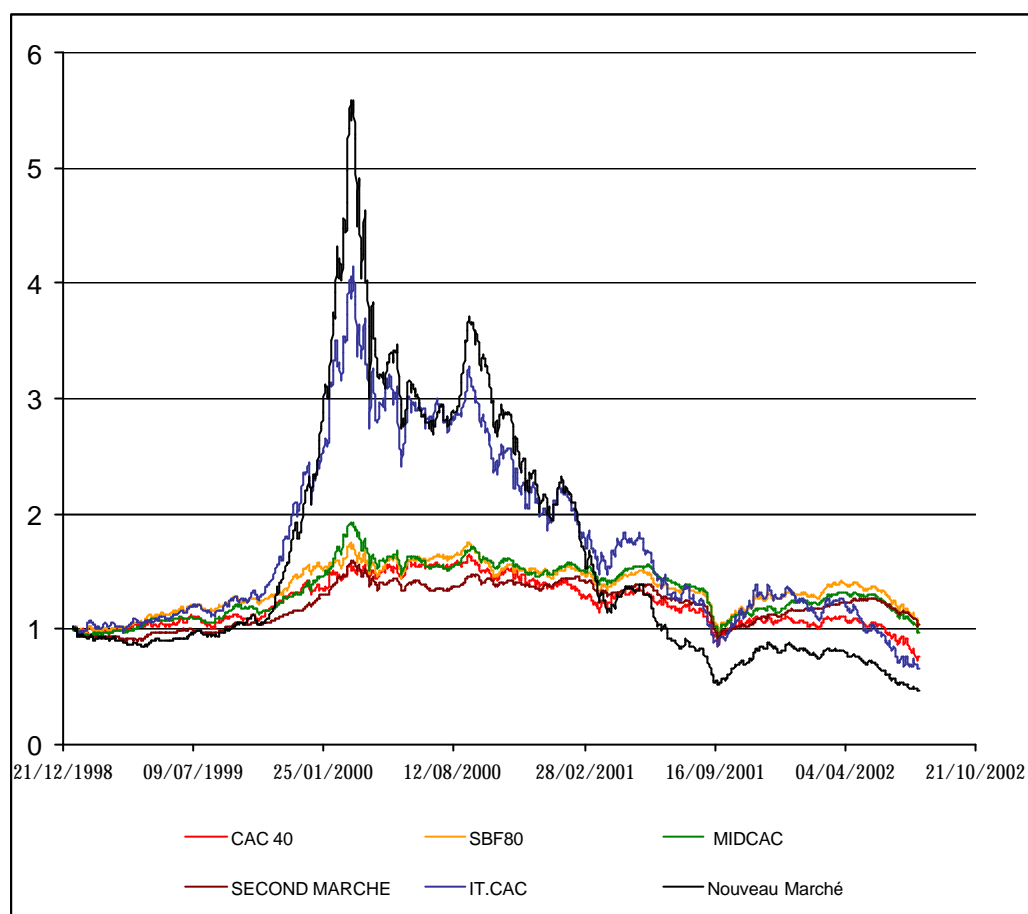
Aaron C., Galanti S., Tadjeddine Y. (2004) «La gestion collective dans un marché agité : la dynamique des styles de gestion à partir des cartes de Kohonen », *Revue d'Economie Politique*, vol.114 (4), juillet-août, p. 114-526.

Aaron A., Bilon I., Galanti S., Tadjeddine Y. (2004) : « Les styles des gérants d'OPCVM français en 2003 », *Miméo*, FORUM, Université Nanterre.

- Azariadis C., Guesnerie R. (1982) : « Prophéties créatrices et persistance des théories », *Revue Economique*, 33, 5, p. 787-806
- Balley P. (1987) : *La Bourse mythes et réalités*, PUF, Paris, 2ème édition
- Bessy C., Favereau O. (2003) : « Institutions et économie des conventions », *Cahiers d'économie politique*.
- Brière M. (2004) : « L'influence des représentations collectives sur les marchés de taux d'intérêt : le rôle des banques centrales et des experts », cf cet ouvrage.
- Eymard-Duvernay F., Marchal E. (1997) : *Façons de recruter, le jugement des compétences sur le marché du travail*, Métailié, 1997.
- Galanti S. (2004) : « Se distinguer sans s'isoler : le rôle du Consensus des analystes sur le marché des actions », *Communication à l'AFSE*, septembre.
- Galanti S., Tadjeddine Y. (2004) : « Un terrain économique : le marché des actions », miméo MINI.
- Galbraith (1992) : *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil.
- Grossman S., Stiglitz J.E. (1980) : « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, 70, 3, p. 39-408.
- Hirshleifer D., Subrahmanyam A., Titman S. (1994) : « Security Analysis and Trading Patterns when some investors receive information before others », *Journal of Finance*, 49(5), p. 1665-1698.
- Keynes J.M. (1937) : *La Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie* Payot.
- Krueger T.M., Kennedy W.F. (1990) : « An examination of the Super Bowl Stock Market predictor », *Journal of finance*, 45, p. 691-697.
- Lordon F. (1997) : *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel.
- Lordon F. (2000) : « La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale" », *L'Année de la Régulation*, 4, La Découverte.
- Montagne S. (2003) : « Responsabilité fiduciaire et investissement financier : comment le monde financier a mobilisé le droit des trusts » in *Les mondes du droit de la responsabilité : regards sur le droit en action*, dir Th. Kirat, LGDJ, Droit et Société, n°10, pp53-66.
- Moscovici S. (1986) : « L'ère des représentations sociales », in *L'étude des représentations sociales*, Doise W., Palmonari A. (eds.), Delachaux et Niestlé.
- Orléan A. (1988) : « L'Auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », in *Cahiers d'économie politique*, p. 229-242.
- Orléan A. (1998) : « Informational influences and the ambivalence of imitation », in Lessourne J. and A. Orléan (eds.), *Advances in self-organisation and evolutionary economics*, Economica.
- Orléan A. (1999) : *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- Orléan A. (2002) : « Connaissance et croyance en économie », *Revue d'Economie politique*, 4
- Shiller R.J. (1989) : *Market Volatility*, Cambridge : M.I.T. Press.
- Tadjeddine Y. (2000a) : « Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives », *Politix*, novembre, 13, 52, p. 57-71.

- Tadjeddine Y. (2000b) : « Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : une typologie de la décision spéculative », Thèse de Doctorat, Ecole Polytechnique.
- Thaler R. H. (1991) : *Quasi Rational Economics*, Russel Sage Foundation.
- Tirole J. (1985) : « Asset Bubbles and overlapping generations », *Econometrica*, 53, 5, septembre, p. 1071-1100.
- Tordjman H. (1996) : « The formation of beliefs on financial markets : representativeness and prototypes », *rapports et documents du CREA*, n°9621, juin.

Annexe 1 : Evolution des indices du marché français 21/12/98-21/10/2002



L'Indice CAC 40 est calculé sur un échantillon de 40 valeurs du Premier Marché, choisies parmi les cent plus fortes capitalisations. Principale référence de la Bourse de Paris, ses variations sont très fortement corrélées avec celles de l'ensemble du marché.

L'Indices SBF 80 : Le SBF 80 regroupe 80 valeurs, ne figurant pas dans le CAC 40 et appartenant au Premier Marché, au Second Marché voire au Nouveau Marché. Les titres retenus sont cotés en continu et actifs.

L'Indices MIDCAC : Le MIDCAC est un indice composé de 100 valeurs françaises moyennes des Premier et Second Marchés. **L'indice du Second Marché** est dédié à la cotation des PME.

L'Indice Nouveau Marché a été créé en 1996 pour accueillir les PME à fort potentiel de croissance ayant un projet de développement à financer, cotées sur le Nouveau Marché.

L'Indice Technologique comprend plus d'une centaine de valeurs issues de tous les segments de marché de la cote des actions. Il est composé des plus importantes capitalisations boursières négociées au Premier Marché aussi bien que des entreprises cotées sur le Second ou le Nouveau Marché.