



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

Influence des jeux de hasard sur la rationalité des investisseurs

Promoteur : Sophie Béreau

Mémoire-projet présenté par :

Marine DAVID

en vue de l'obtention du titre de

Master en ingénieur de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Un tout grand merci à ma famille pour m'avoir supportée et soutenue à chaque étape de mes études et plus particulièrement, lors de la rédaction de ce travail.

Ce mémoire n'aurait pas été possible sans leur aide et leur soutien précieux ainsi que les nombreux conseils qu'ils m'ont fournis.

Un grand merci également à ma promotrice, Sophie Béreau, pour ses indications avisées lors de la rédaction de ce mémoire.

Table des matières

Introduction	1
Partie 1 : Revue de Littérature	5
Chapitre 1 : La finance néoclassique	5
Section 1 : Introduction.....	5
Section 2 : Valeur Fondamentale	6
Section 3 : Hypothèse d'efficience de marché.....	8
Section 4 : Arbitrage	10
Section 5 : Conclusion	11
Chapitre 2 : Les limites et défauts de la finance néoclassique	11
Chapitre 3 : La finance comportementale.....	15
Section 1 : Introduction.....	15
Section 2 : Bases et principes de la finance comportementale	16
2.1 Irrationalité des investisseurs.....	17
2.2 Processus de prise de décision	18
Section 3 : Théorie des perspectives.....	18
Section 4 : Utilisation des heuristiques	22
Section 5 : Biais comportementaux.....	24
5.1 Biais de la confiance aveugle.....	25
5.2 Biais du troupeau.....	26
5.3 Biais d'ancrage.....	27
5.4 Biais de la dissonance cognitive	27
5.5 Biais de l'erreur du parieur ou sophisme du joueur.....	29
5.6 Biais de la comptabilité mentale	30
5.7 Biais de la représentativité	31
5.8 Biais de familiarité et biais de disponibilité	32
5.9 Biais du statu quo et effet de dotation.....	33
5.10 Effet de disposition.....	33
5.11 Biais d'attachement.....	34
Section 6 : Humeur et optimisme	34
Chapitre 4 : Conclusion.....	35
Partie 2 : Analyse Empirique	39
Chapitre 1 : Motivation et choix de l'évènement.....	39
Chapitre 2 : Données et méthodologie	41

Section 1 : Sélection de l'échantillon	42
Section 2 : Détermination de la période d'analyse	43
Chapitre 3 : Calcul des rendements anormaux	45
Section 1 : Choix du modèle	46
Section 2 : Estimation des paramètres.....	48
Chapitre 4 : Agrégation des rendements anormaux	49
Chapitre 5 : Test des mesures	50
Chapitre 6 : Présentation des résultats	51
Chapitre 7 : Conclusion.....	54
Partie 3 : Analyse des stratégies d'investissement des gagnants	55
Chapitre 1 : Introduction	55
Chapitre 2 : Profils des gagnants	58
Chapitre 3 : Rôle des banquiers privés	59
Chapitre 4 : Stratégies d'investissement	61
Chapitre 5 : Analyse des comportements des gagnants	62
Chapitre 6 : Conclusion.....	64
Conclusion Générale	65
Bibliographie	67
Annexes.....	75

Introduction

Depuis la crise mondiale de 2008, une extrême volatilité tourmente les marchés financiers internationaux. Il en suivit une série d'évènements (défauts de paiement, banqueroutes, faillites) qui touchèrent l'économie dans son ensemble. Une majorité d'économistes et de prévisionnistes ayant une place influente dans les institutions financières et gouvernementales fut touchée de manière inattendue par cette crise. Même après le début de la crise, beaucoup d'entre eux furent incapables de comprendre la faille et d'analyser l'amplitude du phénomène qui les toucha. Le profit ou la perte encourus par un investisseur peuvent être principalement attribués aux capacités de décision de celui-ci. Le fait que les investisseurs les plus spécialisés et les mieux formés furent également touchés par l'effondrement de la bulle spéculative pendant la crise de 2008 est la preuve que quelque chose manquait aux modèles traditionnels de prédiction du comportement des investisseurs.

La plupart des théories économiques et financières classiques présument que les individus agissent de manière rationnelle lorsqu'ils prennent des décisions, en prenant en compte toutes les informations disponibles et tous les risques envisageables. Un investisseur rationnel pèse avec précaution chaque alternative lors du choix d'une décision financière. Thaler (2005) définit un investisseur rationnel comme un individu qui (i) met à jour ses croyances de manière adéquate quand celui-ci reçoit de nouvelles informations et (ii) fait des choix qui sont normalement acceptables. Bernstein (1998) dit qu'il existe des preuves qui révèlent des modèles d'irrationalité, d'irrégularité et d'incompétence dans la façon dont les êtres humains prennent leurs décisions et font leurs choix quand ils sont face à l'incertitude.

Les sentiments des investisseurs sont un des grands déterminants des mouvements du marché. Etudier des émotions telles que la peur, l'avidité et l'excès de confiance en soi qui définissent les acteurs financiers semble important pour comprendre la prise de décision quant aux investissements. La finance comportementale est le domaine d'étude, en constante évolution, qui étudie comment des facteurs psychologiques affectent le processus de décision des individus lorsqu'ils se retrouvent face à l'incertitude (Nofsinger, 2001). Les économistes et financiers comportementaux croient fermement que des facteurs psychologiques influencent les décisions d'investissement. Le paradigme de la finance comportementale

cherche à améliorer les modèles financiers traditionnels dans lesquels l'investisseur est considéré comme rationnel et dont les prédictions pour le futur sont non-biaisées ou objectives en essayant d'y incorporer la compréhension de facteurs psychologiques et comportementaux. Les travaux théoriques et expérimentaux de deux psychologues, Daniel Kahneman et Amos Tversky, ont servi de fondement et ont donné naissance à un nouveau paradigme dans les années 1980 appelé « Finance Comportementale ». Cette théorie met l'accent sur la façon dont les agents agissent et interagissent dans le cadre financier. Cette théorie est née de la difficulté des théories traditionnelles à expliquer certaines anomalies du marché, comme les bulles spéculatives ou le « January Effect ». La finance comportementale n'a donc pas vocation à remplacer les théories traditionnelles de la finance mais essaye de permettre une meilleure compréhension des phénomènes financiers en ajoutant des facteurs psychologiques à celles-ci et de créer par l'apport de la psychologie cognitive un modèle plus complet du processus de décisions financières (Thaler, 2005). Une relaxation des hypothèses de rationalité complète permet une meilleure compréhension de certains phénomènes financiers. Grâce à l'analyse de facteurs cognitifs, la finance comportementale identifie plusieurs concepts qui expliquent pourquoi l'être humain agit de manière irrationnelle, ce qui conduit à des décisions non-optimales.

La finance comportementale peut également aider l'individu à éviter certains pièges provenant d'erreurs cognitives. Pour cela, un individu devrait suivre un processus en deux étapes. La première est de comprendre les faiblesses émotionnelles et psychologiques de l'individu en étudiant les anomalies et biais, ainsi que leurs conséquences sur le comportement humain et de déterminer si cet individu a tendance à commettre ce genre d'erreurs en analysant les décisions prises dans le passé et les modèles d'erreurs subies. Après cette première étape, il faut prendre en compte le comportement irrationnel des autres agents financiers et bénéficier de leurs erreurs (Parikh, 2011).

C'est dans ce cadre que nous avons décidé d'analyser les comportements rationnels et irrationnels des investisseurs et leur influence sur les marchés financiers. Notre travail comporte trois parties. La première partie est consacrée à une revue de la littérature existante sur le sujet. Les deuxième et troisième parties consistent en une analyse de l'impact de l'EuroMillions sur le comportement des investisseurs, existants et futurs. Plus précisément, la seconde partie consiste en une analyse empirique de l'influence de l'humeur des investisseurs

sur leur comportement en bourse, mesurée par l'annonce des jackpots de l'EuroMillions. La troisième partie se concentre sur une analyse du comportement d'investissement des grands gagnants à l'EuroMillions.

Le premier chapitre de notre revue de littérature consiste en une introduction à la théorie néoclassique des marchés financiers et plus particulièrement, l'hypothèse d'efficacité des marchés. Cette théorie met en avant le fait que les marchés efficients reflètent toute l'information disponible. Cette hypothèse est basée sur la rationalité de l'investisseur ainsi que sa capacité à juger la valeur d'un actif financier. Nous évoquons également la situation d'arbitrage lorsque les marchés sont considérés comme efficients.

Cependant, de nombreuses recherches ont prouvé que la théorie néoclassique présente certaines failles. Dans notre deuxième chapitre, nous mentionnons les limites de la théorie néoclassique de la finance.

Enfin, nous terminons notre revue littéraire en introduisant une théorie alternative à la finance moderne à savoir la finance comportementale et nous en développons quelques concepts centraux : la théorie des perspectives, l'utilisation des heuristiques et l'existence de certains biais comportementaux.

Partie 1 : Revue de littérature

Chapitre 1 : la finance néoclassique

Section 1 : Introduction

La finance peut être décrite comme l'étude des ressources rares et de la manière dont ces ressources sont réparties, gérées, acquises et investies au cours du temps. Même si l'économie réelle et la finance sont liées, il convient néanmoins de faire une distinction. L'économie réelle est la production de biens et services ainsi que la création de richesses qui en découlent. La finance, quant à elle, sert plusieurs fonctions comme le système de paiement, la mise en commun et le transfert des fonds, l'épargne et l'investissement, la rédaction de contrat, la gestion des risques et bien d'autres. Le concept central qui unit ces fonctions est l'évaluation des actifs. L'évaluation a également un impact sur les décisions que prennent les investisseurs concernant la composition de leurs portefeuilles et les décisions des managers portant sur la source et l'utilisation des fonds de leurs entreprises. La finance moderne ou néoclassique est le paradigme qui a gouverné la pensée de la finance académique depuis la fin des années 1950. Elle découle d'une tradition philosophique qui centre la construction de la société sur la rationalité des investisseurs.

La finance moderne se base sur deux principes. Le premier principe décrit les agents financiers comme étant logiques, autonomes et caractérisés par une maximisation de l'utilité espérée, une aversion du risque, des croyances bayésiennes ainsi que des attentes rationnelles. Selon le modèle de Bayes, l'individu formule des croyances sur les événements risqués et révisé ses croyances de période en période, en intégrant la vraisemblance des signaux reçus. Son comportement est invariant : l'individu fait preuve de cohérence et son jugement n'est donc pas sujet au « framing », c'est-à-dire qu'il n'est pas influencé par la manière dont les informations disponibles sont formulées. Et enfin, le modèle bayésien suppose que l'individu prend ses décisions en s'appuyant sur ses croyances. Les agents sont supposés développer des prédictions non biaisées sur les événements futurs et utiliser ces prédictions pour prendre des décisions qui servent leurs meilleurs intérêts. Cela implique que chaque nouvelle information est interprétée correctement par rapport aux croyances existantes par tous les agents du

marché lorsqu'ils mettent à jour leurs croyances. Le deuxième concept gouvernant la finance moderne est la qualité des marchés, censés être liquides, compétitifs et complets. Ces deux paradigmes présument donc que les individus valorisent la richesse et qu'ils se comportent rationnellement lorsqu'ils prennent des décisions financières. Cela suppose que chaque information pertinente soit reflétée directement et complètement dans les prix. Selon cette hypothèse, les prix sont justes et il n'existe pas d'opportunité d'arbitrage ni de rendement supérieur.

Plusieurs théorèmes d'évaluation des actifs financiers se basent sur ces deux concepts ainsi que sur le principe de l'ajustement mutuel de l'offre et la demande. Dans une situation d'équilibre, tous les agents atteignent leur optimum et les portefeuilles d'investissement sont efficaces. Les possibilités d'arbitrage sont donc inexistantes. En fonction des informations connues à propos du futur, le prix est égal à la valeur intrinsèque des actifs (De Bondt et al., 2008).

Subrahmanyam (2007) catégorisent ces paradigmes de la finance selon quatre théories : (i) l'allocation des portefeuilles financiers selon les rendements et risques attendus, (ii) les modèles d'établissement des prix des biens sur base du risque (par exemple, le Capital Asset Pricing Model (CAPM)), (iii) la tarification des créances contingentes et enfin, (iv) le théorème de Modigliani-Miller et leur théorie de l'agence.

Section 2 : Valeur fondamentale

Fama (1970) a défini un marché efficace comme un marché dans lequel le prix d'un titre reflète parfaitement toutes les informations disponibles, et cette hypothèse affirme que les marchés financiers sont efficaces. L'accès à ces informations par un large nombre d'investisseurs leur permet d'évaluer correctement la valeur intrinsèque de l'actif concerné. Cet accès empêche le prix de l'actif de s'éloigner de manière permanente de sa valeur intrinsèque. Selon l'hypothèse de l'efficacité de marché, chaque actif financier détient une valeur intrinsèque, appelée valeur fondamentale. Celle-ci égale la somme actualisée des revenus futurs. Si nous prenons par exemple le prix d'une action, sa valeur fondamentale est calculée en fonction des dividendes espérés dans le futur que l'entreprise versera aux

investisseurs et au taux d'actualisation r . La valeur fondamentale d'une action au temps t sera donc exprimée comme suit :

$$VF_t = \frac{D_{t+1}}{1+r} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{t+n-1}}{(1+r)^{n-1}} + \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n}$$

Où VF_t et D_{t+i} représentent respectivement la valeur fondamentale de l'action au temps t et le dividende perçu par les investisseurs à la date $t+i$. Comme les dividendes futurs ne sont pas encore connus à la date t , ceux-ci sont anticipés par un individu en fonction de ses croyances et des informations disponibles à propos de l'environnement macroéconomique et de l'entreprise. En considérant que l'investisseur se comporte de manière rationnelle et objective, on peut dès lors supposer que les dividendes futurs suivent une distribution de probabilité dans laquelle ils sont des variables aléatoires. Après avoir évalué la valeur fondamentale de l'actif, l'individu sera en mesure de prendre une décision financière. Un investisseur se comportant de manière rationnelle ne vend un actif que s'il estime que la valeur fondamentale de l'actif est inférieure ou égale au prix du marché. En vendant le titre aujourd'hui, les revenus issus de la vente sont supérieurs au profit qu'il réaliserait s'il retardait la vente. Similairement, un individu n'accepte d'acheter qu'à un prix inférieur ou égal à la valeur fondamentale du titre. De cette manière, des acteurs financiers rationnels n'acceptent d'échanger des actifs sur le marché qu'à condition que le prix soit égal à la valeur fondamentale intrinsèque du titre.

Pour que cette égalité soit valable en tout temps, les investisseurs rationnels doivent adapter leurs croyances et calculs dès l'apparition d'une nouvelle information. Cette adaptation de prix amène à une nouvelle évaluation de la valeur fondamentale qui modifie le prix auquel l'actif va être échangé sur le marché. Un nouveau prix d'équilibre va donc se former, celui-ci va se modifier pour s'ajuster à la nouvelle valeur fondamentale. Selon Fama (1965), les prix intègrent donc l'ensemble de l'information disponible à chaque instant, rendant ainsi les marchés efficients.

Jensen (1978) conclut de cet équilibre entre valeur fondamentale et prix du marché qu'il est impossible de réaliser des rendements supérieurs aux rendements normaux associés à un niveau de risque déterminé. Il n'existe donc pas d'opportunité d'arbitrage non rationnel selon cette définition de l'efficacité des marchés.

Section 3 : Hypothèse d'efficience de marché

Fama (1965) a défini un marché efficient comme un marché dans lequel le prix d'un titre intègre toute l'information disponible et déclare que les marchés financiers sont supposés être efficients. Selon lui, il est impossible d'avoir un excès conséquent de rendements sur base de l'information actuellement disponible. Fama (1965) a distingué trois formes d'efficience de marché dans son hypothèse d'efficience de marché ou « Efficient Market Hypothesis » (EMH) :

- La forme « faible » d'efficience signifie que les prix, bénéfices et autres informations passés du marché doivent être pleinement intégrés dans les prix actuels. Ceci rend impossible l'obtention de rendements supérieurs à la normale, sur base des données historiques.

- La forme d'efficience, dite « semi-forte » indique qu'il est impossible pour des investisseurs de gagner des bénéfices supérieurs en utilisant toutes les informations disponibles publiquement, vu que celles-ci sont déjà intégrées dans le prix.

- Enfin, la forme « forte » d'efficience de marché déclare que toute information, privée et publique, est parfaitement reflétée dans le prix des titres. Cela signifie que même les informations d'un initié n'auraient pas d'impact pour obtenir des rendements supérieurs.

Beaucoup d'études furent basées sur les formes faible et semi-forte de l'hypothèse d'efficience de marché. Blume et Fama (1966) soutiennent la forme faible de l'hypothèse de l'efficience des marchés. La forme semi-forte stipule que le prix d'un titre reflète à tout instant l'ensemble des informations disponibles concernant cet actif, à partir du moment où ces informations sont rendues publiques. Un retard entre le moment où l'information devient publique et le moment où le prix intègre cette information est donc impossible. Il est donc impossible pour un agent du marché de tirer profit de l'information puisque, tous les investisseurs ont connaissance de celle-ci en même temps. Dès lors, aucun d'entre eux n'accepte d'accomplir une transaction à un prix différent de la valeur fondamentale de l'actif. La vérification de la forme semi-forte de l'hypothèse d'efficience de marché se base donc sur la vitesse de réaction des prix à toute nouvelle information disponible. Pour pouvoir décrire les marchés comme étant efficients au sens semi-fort de l'hypothèse, il faut que cet

ajustement soit instantané. La vitesse d'ajustement à l'information doit dès lors être infinie. Plus la vitesse d'ajustement est rapide, plus le marché peut être considéré comme efficient. En réalité, cet ajustement est rarement instantané. Un délai apparaît habituellement entre l'annonce publique de l'information et sa répercussion sur les prix. Le marché peut prendre entre quelques secondes et plusieurs jours pour intégrer complètement les nouvelles informations dans l'évaluation des prix des actifs.

La forme forte quant à elle est particulièrement difficile à accepter vu qu'elle est fort restrictive et qu'il existe des preuves que les informations d'initiés permettent d'obtenir des retours supérieurs à la normale quand ils échangent légalement sur les marchés¹.

La théorie de l'efficience des marchés (EMH) a été très populaire dans les années 1970 et beaucoup de travaux théoriques et empiriques à ce sujet se sont centrés autour de ces trois hypothèses dérivées de la théorie, les hypothèses faible, semi-forte et forte. Cette théorie signifie deux choses au niveau des marchés (i) chaque nouvelle information doit se refléter dans les prix instantanément et complètement et (ii) les prix ne doivent pas bouger tant qu'une nouvelle information à propos de l'entreprise n'apparaisse, vu que le prix doit être égal à la valeur intrinsèque de l'actif financier (Shleifer, 2000).

Le fondement théorique de l'efficience des marchés est basé sur trois arguments-clés : (i) les investisseurs sont rationnels et valorisent le prix d'un titre rationnellement, (ii) dans le cas où les investisseurs ne se comportent pas rationnellement, leurs échanges sont aléatoires et s'éliminent les uns les autres sans affecter les prix et enfin, (iii) les arbitragistes rationnels éliminent du marché les influences des acteurs irrationnels. Selon Fama (1965), même si les investisseurs inexpérimentés peuvent écartier les prix de leurs valeurs intrinsèques, les investisseurs plus sophistiqués trouveront cette situation assez digne d'intérêt pour en tirer avantage et dès lors, corriger ces erreurs d'évaluation des prix. En d'autres mots, la situation d'arbitrage rationnel compétitif garantit que, à tout moment, l'évaluation du marché de n'importe quel titre reflète ce qui est et sera connu à propos des flux de trésorerie futurs et le coût d'opportunité du capital.

¹ Seyhun (1998), Jeng et al., (1999)

Section 4 : Arbitrage

Comme les investisseurs sont supposés être rationnels, on peut considérer que le prix des actifs est évalué correctement et que les marchés sont efficients. Orléan (2004) déclare que, comme un large nombre d'investisseurs se fait concurrence sur le marché, les titres s'échangent au prix d'équilibre, prix qui correspond à la valeur fondamentale du titre.

Cependant, tous les investisseurs ne sont pas supposés être rationnels pour que l'hypothèse de l'efficience de marché soit valide. Même s'il existe des investisseurs irrationnels sur le marché, qui font des erreurs d'estimation lors de l'évaluation des valeurs fondamentales ou que leurs décisions ne sont pas optimales du point de vue de leur utilité, un équilibre peut être trouvé.

Deux situations peuvent être distinguées dans le cas de l'existence d'investisseurs irrationnels :

- Soit les erreurs des investisseurs irrationnels n'ont pas de corrélation entre elles et sont donc aléatoires. Suivant la loi des grands nombres, les erreurs se compensent et s'annulent donc mutuellement (Orléan, 2004). Les prix convergent dès lors vers la valeur intrinsèque du titre et les marchés sont toujours considérés comme efficients.
- Soit les erreurs d'estimation sont corrélées. Les comportements des investisseurs irrationnels créent donc une distorsion sur les prix à l'équilibre. Il existe donc une « anomalie » entre les prix des actifs et leurs valeurs fondamentales. Dans ce cas, une stratégie dite d'arbitrage va se mettre en place : les investisseurs rationnels vont profiter des anomalies créées par les investisseurs irrationnels jusqu'à ce que les prix soient égaux aux valeurs intrinsèques estimées.

La technique de l'arbitrage consiste en l'achat de titres sous-évalués et la vente de titres surévalués sur un autre marché afin d'en tirer des bénéfices. Deux opérations inverses sont donc conduites simultanément. L'arbitrage est une opération passagère car ces opérations amènent les prix à retrouver leur niveau d'équilibre.

De plus, les investisseurs considérés comme irrationnels ne persistent pas indéfiniment sur les marchés (Friedman, 1953). L'achat de titres surévalués et la vente de titres sous-évalués engendrent un coût supérieur. Donc, ceux-ci soit, quittent rapidement le marché, soit

changent leurs méthodes de prise de décision de manière à devenir un investisseur rationnel. Les comportements irrationnels ne conduisent donc qu'à un nombre très limité d'opportunités d'arbitrage qui sont très vite exploitées, ce qui fait converger le marché au prix d'équilibre.

Section 5 : Conclusion

La théorie de l'efficacité des marchés constitue donc le paradigme central de la finance moderne. Les marchés financiers sont supposés être concurrentiels et efficaces, dominés par des agents rationnels qui cherchent à maximiser la rentabilité de leur investissement par rapport à un risque donné (Bessire, 1999). Grâce à la rationalité des investisseurs, le cours d'un titre est censé refléter « en temps réel » la valeur fondamentale de l'actif, qui est égale à la somme actualisée de ses revenus futurs.

Chapitre 2 : Les limites et défauts de la finance néoclassique

Lors du chapitre précédent, nous avons examiné les bases du paradigme central de la finance néoclassique : l'efficacité des marchés. Dans ce chapitre-ci, nous allons analyser les faiblesses qui persistent dans ce modèle. Nous allons également mettre en avant quelques exemples d'anomalies existantes au sein du marché.

Les théories quantitatives mettant en valeur les attentes rationnelles des investisseurs comme le CAPM, l'EMH et d'autres jouent un rôle crucial pour expliquer et prédire certains événements financiers. Cependant, certains chercheurs ont trouvé des anomalies et des comportements chez les acteurs financiers qui ne pouvaient pas être expliqués par ces théories traditionnelles. Parmi ces anomalies, Rozeff et Kinney (1976) ont mis en évidence une anomalie appelée « the January effect », ou « Effet Janvier », qui démontre que les prix des titres financiers augmentent durant le mois de janvier sans raison particulière. Un autre effet que ces théories classiques ne peuvent expliquer a été découvert par Thaler (1988) et est appelé « the Winner's Curse » (la malédiction du gagnant) : le prix vendeur d'un titre a tendance à excéder la valeur intrinsèque de l'action, principalement par manque

d'information, mais aussi dû aux émotions poussant les offreurs à augmenter la valeur dudit actif.

Shiller (1981) a découvert que la volatilité du prix des titres est bien trop élevée pour être seulement attribuée à une nouvelle information à propos de dividendes futurs. Selon Grossman et Stiglitz (1980), il est impossible que des marchés efficients existent puisque l'information a un coût, et que les prix ne reflètent pas toutes les informations disponibles, sinon les investisseurs n'auraient aucune motivation à dépenser leurs ressources pour obtenir un titre. De leur côté, De Bondt et Thaler (1985) découvrent que les individus réagissant de manière excessive face à des événements inattendus et dramatiques, engendrent des inefficacités de forme faible sur le marché des titres. Kahneman et Riepe (1998) ont montré que les acteurs financiers s'éloignent du processus de décision standard selon certains critères, par exemple leur appétit du risque. Kahneman et Tversky ont quant à eux prouvé que les acteurs ne dévient pas de la rationalité de manière aléatoire mais en suivant des modèles particuliers.

Il existe plusieurs phénomènes qu'il est difficile de réconcilier avec l'efficacité des marchés :

1) La volatilité des prix n'est pas liée avec les nouvelles informations disponibles sur le marché. Cutler et al. (1991) démontrent que durant les périodes sans grandes annonces d'information, les prix des actions montrent des signes de plus larges mouvements journaliers. Roll (1984, 1988), quant à lui, offre des preuves que la volatilité des marchés n'est pas liée à l'arrivée de nouvelle information.

2) L'excès de volatilité ne s'explique pas par la théorie de l'efficacité de marché. Keynes (1942) observe comment les fluctuations quotidiennes des profits des investissements quotidiens tendent à avoir une influence excessive sur les marchés. Il suggère que les fluctuations des valeurs fondamentales économiques ne peuvent pas expliquer sensiblement les mouvements des prix observés.

3) Des dynamiques bénéficiaires (ou « earnings momentum », en anglais) apparaissent fréquemment sur le marché. Les prix des actions sous-réagissent aux annonces des résultats annuels et trimestriels des sociétés causant une dérive post-annonce des rendements (Bartov et al, 2000).

4) Des hausses de prix inexplicables, ou « price momentum » mettent également en péril l'hypothèse d'efficience. Pour des périodes où l'investisseur garde ses actions pendant plus d'un an, Jegadeesh and Titman (1993, 2001) montrent des tendances à la hausse des prix des actions individuelles : les anciens gagnants resteront gagnants et les anciens perdants resteront perdants. Mais au-delà d'un an, le momentum est souvent suivi d'un revirement de position. Les « price momentum » peuvent être dus à des feedbacks de trading positifs. C'est pourquoi, lorsque de grandes augmentations dans les prix des actions attirent de nouveaux investisseurs, l'arrivée de fonds engendre une hausse de prix supplémentaire. Ce phénomène est probablement également expliqué par des momentums de bénéfices, une sous-réaction des investisseurs et une dissémination graduelle des informations. Grinblatt et Han (2005) et Frazzini (2006) suggèrent que le momentum peut être expliqué par l'effet de disposition, que nous évoquons dans le chapitre suivant, où les investisseurs vendent trop tôt les titres gagnants et gardent trop longtemps des positions perdantes.

5) Les effets de calendriers sont des phénomènes inexplicables par la théorie de l'efficience de marché. Les effets de calendriers sont des anomalies de rendements de nature cyclique. Ces influences relatives à des dates peuvent constituer de bonnes ou de mauvaises opportunités pour investir. Parmi ces effets de calendriers, on retrouve l'effet du Lundi, l'effet d'Octobre, l'effet de Janvier et autres. A ces moments de l'année, on observe des changements de prix supérieurs à la normale sur les marchés.

La finance néoclassique stipule que les distorsions créées par les agents irrationnels disparaissent grâce aux comportements des arbitragistes. Comme l'arbitrage constitue une stratégie considérée sans risque, le prix d'un actif retourne rapidement à sa valeur fondamentale. Dès lors, les anomalies ne peuvent persister longtemps sur le marché.

Néanmoins, l'arbitrage présente un réel risque, dû en grande partie à l'horizon limité que peut présenter cette stratégie. Pour que la manœuvre d'arbitrage ne présente pas de risque, celle-ci doit disposer d'un horizon d'action illimité. L'arbitragiste doit pouvoir maintenir sa position aussi longtemps que nécessaire de manière à en tirer des bénéfices. Au cas où le prix de l'actif s'éloigne plus drastiquement de sa valeur intrinsèque, celui-ci doit pouvoir conserver sa position indéfiniment. Un horizon de placement limité met en péril ce maintien de position.

En effet, si l'horizon est limité, l'arbitragiste risque que l'actif dérive de manière radicale de sa valeur fondamentale et la différence de prix est donc trop importante lorsqu'il doit liquider sa position (De Long et al., 1990). Un arbitragiste ayant acheté un actif sous-évalué fait une perte si le prix de l'actif est plus bas au moment de la revente.

Or, l'horizon de placement est en effet limité, essentiellement pour deux raisons. Premièrement, les arbitragistes gèrent souvent l'argent de tierces personnes. La rémunération de ces gestionnaires est dépendante de la performance des placements qu'ils proposent. Les techniques d'arbitrage sont souvent bénéfiques à long terme. Les clients sont dès lors prudents avec les stratégies qui ne sont pas directement rentables. Deuxièmement, les arbitragistes investissent souvent de l'argent emprunté afin d'acheter des positions. Ils sont donc tenus à des intérêts à échéances régulières et doivent faire attention à ce que leurs placements ne déclenchent pas de « margin call », c'est-à-dire si la valeur des placements descend en dessous d'une limite, le bailleur de fonds peut exiger le remboursement du prêt.

Les limites de l'arbitrage jouent également un rôle crucial dans l'aspect comportemental de l'évaluation de prix des actifs. Le principe de la finance moderne est que les arbitragistes forcent les prix à converger vers leurs valeurs fondamentales. Les recherches ont découvert une série de phénomènes financiers qui ne s'accordent pas avec la notion d'arbitrage complet. Pour cette raison, les modèles d'évaluation « comportementale » des actifs se concentrent sur les limites auxquelles les arbitragistes font face lorsqu'ils essaient d'exploiter une erreur d'évaluation des prix. Les marchés ne sont pas toujours lisses et sans friction, notamment à cause des coûts de transfert, des taxes, des paiements marginaux, etc. Comme le font remarquer Barberis et Thaler (2002), divers coûts de transaction diminuent également les bénéfices qui sont exploitables lors d'une opportunité d'arbitrage. Par conséquent, les actions des « noise traders », c'est-à-dire les traders avec des croyances biaisées, non basées sur des informations fondamentales, peuvent causer des prix inefficients. Dès lors, les situations d'arbitrage peuvent être risquées (Shleifer, 2000).

Le principal intérêt des exemples ci-dessus est de prouver que les bases de la finance néoclassique ne présentent pas une structure et des dynamiques complètes et suffisantes d'évaluation des prix des actifs. En effet, un grand nombre de recherches n'ont pu confirmer

la théorie de l'efficience du marché avec les données d'investissements disponibles. La finance comportementale offre des propositions alternatives et prometteuses pour ce genre de phénomènes.

Le paradigme de la finance comportementale a donc vu le jour en réponse aux difficultés des théories traditionnelles à expliquer le marché financier. Des erreurs cognitives et des émotions extrêmes peuvent influencer les investisseurs à prendre de mauvaises décisions d'investissement. La finance comportementale fait valoir que les choix d'investissement d'un acteur ne sont pas toujours basés sur l'hypothèse de rationalité et essaye de comprendre les phénomènes du marché de l'investissement en relâchant deux hypothèses du paradigme de la finance traditionnelle, étant (i) que les agents échouent à mettre à jour leurs croyances correctement et (ii) qu'il y a une déviation systématique par rapport au processus de décision d'investissement (Kishore, 2004).

Chapitre 3: La finance comportementale

Dans ce chapitre, nous allons évoquer les bases de la finance comportementale ainsi que les concepts importants qui composent cette science économique. Pour expliquer les divers comportements irrationnels des investisseurs sur les marchés financiers, les économistes comportementaux ont basé leur savoir sur les théories cognitives du comportement humain de la psychologie, de la sociologie et de l'anthropologie. Deux théories majeures vont être introduites dans ce chapitre: la théorie des perspectives et l'utilisation des heuristiques. Nous allons également citer les différents biais comportementaux qui peuvent expliquer l'irrationalité des investisseurs et leur influence sur le comportement des agents économiques.

Section 1 : Introduction à la finance comportementale

La finance comportementale est une branche de la finance qui étudie comment se comportent les agents sur les marchés financiers, comment ceux-ci sont influencés par des facteurs psychologiques, le résultat sur leurs décisions d'achat et vente sur le marché et le résultat de ces actions sur les prix. C'est un domaine qui a émergé dans le début des années 1980 sous

l'influence d'économistes comme David Dreman, Robert Shiller, Hersh Shefrin, Meir Statman, Werner De Bondt et Richard Thaler. Peu de temps après, des psychologues Paul Andreassen, Daniel Kahneman, et Amos Tversky s'y sont également intéressés.

Cette science économique a pour vocation d'expliquer les raisons pour lesquelles il est raisonnable de penser que les marchés sont inefficients.

La finance comportementale est basée sur trois piliers principaux, à savoir les sentiments, les préférences comportementales et les limites de l'arbitrage. Les sentiments sont considérés comme des erreurs du comportement de l'investisseur. Les erreurs apparaissent au niveau de l'individu, mais peuvent se regrouper au plan collectif et dès lors, se manifester au niveau du marché. Les préférences comportementales prennent en compte les attitudes à propos des risques et rendements qui ne sont pas conformes avec les principes de la théorie de l'utilité espérée. Dans la finance néoclassique, les traders rationnels exploitent les incohérences des traders irrationnels et par là, amènent les prix à devenir efficients. Les partisans de la finance comportementale affirment qu'il existe des limites à la situation d'arbitrage qui rendent les prix non efficients.

La psychologie montre que des erreurs dans les croyances des individus sont souvent prévisibles. Dans la plupart des cas, la source du problème est cognitive. Ce problème provient de la façon dont ils pensent et perçoivent leur environnement. L'analyse des heuristiques aide à comprendre le schéma de pensée des individus. La plupart du temps, les heuristiques sont d'une aide positive pour l'intellect humain, mais parfois elles mènent à des erreurs systématiques. Les préférences des investisseurs contribuent également à des erreurs. Il existe plusieurs cadres de préférences basées sur les comportements. Le meilleur cadre connu est la théorie des perspectives qui décrit la manière dont les personnes violent systématiquement les axiomes de la théorie de l'utilité espérée.

Section 2 : Bases et principes de la finance comportementale

Le point de départ de la finance comportementale est la rationalité limitée. Slovic (1972) a écrit que « une compréhension totale des limitations humaines bénéficiera en fin de compte aux preneurs de décision plus qu'une foi naïve dans l'infaillibilité de son intelligence ». La finance comportementale met également en évidence l'impact de la psychologie sur la prise

de décisions financières des ménages, des marchés et des organisations. La question centrale de la finance comportementale est donc: « Que font les individus et comment le font-ils ? »

Schindler (2007) cite trois pierres angulaires à la rationalité des investisseurs : (i) Les limites de l'arbitrage qui mettent en évidence qu'il est difficile pour les agents rationnels de défaire les déformations causées par les investisseurs moins rationnels (Barberis et Thaler, 2003). Pour comprendre l'irrationalité de l'investisseur et son processus de décision, la finance comportementale dépeint les preuves expérimentales de la psychologie cognitive et les biais qui découlent des croyances, des préférences et de la manière dont les personnes prennent leurs décisions (Barberis et Thaler, 2003). (ii) La seconde pierre angulaire de la finance comportementale est la psychologie. Les recherches dans ce domaine ont prouvé que les individus sont face à certains biais lorsqu'ils forment leurs préférences et croyances, ce qui affecte leurs décisions (iii) Le troisième apport à la finance est celui de la sociologie. Cette science accentue le fait qu'un nombre de décisions financières est le résultat d'interactions humaines et ne sont pas faites indépendamment des autres individus. Ceci contredit donc l'hypothèse que les individus prennent leurs décisions sans influences extérieures.

La finance comportementale étudie également le processus de décision des investisseurs et apportent un éclairage sur les anomalies qui constituent un écart par rapport à la théorie néoclassique de la finance.

2.1 Irrationalité des investisseurs

Traditionnellement, les économistes néoclassiques modélisent le comportement des preneurs de décisions comme étant rationnel et faisant le meilleur usage de toute l'information disponible. Mais il y a de nombreuses preuves qui démontrent que l'hypothèse de rationalité est irréaliste. Certains investisseurs font preuve d'irrationalité dans leur prise de décision et créent dès lors une disparité entre les prix et les valeurs fondamentales des actifs financiers.

Les comportements irrationnels des agents financiers ne se limitent pas à leur simple processus de décision, mais influencent également le marché dans son ensemble. Compte tenu de l'irrationalité des investisseurs, les portefeuilles d'investissement sont souvent biaisés, avec pour conséquence une extrême volatilité dans les prix des actions et des

obligations. Par exemple, le crash du marché boursier de 1987, la bulle financière au Japon dans les années 1980, la crise asiatique de 1997 ainsi que la crise financière de 2008 peuvent être partiellement imputés à l'irrationalité des investisseurs (De Bondt et al., 2008).

2.2 Processus de prise de décision

La finance comportementale étudie la nature et la qualité des jugements financiers et les choix faits par les agents économiques individuels, et examine quelles sont les conséquences pour les marchés et institutions financières. La prise de décision est un processus de choix d'une alternative particulière parmi plusieurs alternatives disponibles. C'est un processus compliqué composé de plusieurs étapes impliquant l'analyse de divers facteurs personnels, techniques et situationnels. Prendre des décisions d'investissement est un challenge crucial pour les investisseurs. Certains des facteurs personnels sont l'âge, l'éducation, le revenu, etc. En ce qui concerne le côté technique des facteurs, les décisions peuvent être prises en suivant divers modèles financiers, par exemple le CAPM. Une décision ne doit pas être prise sans prendre en compte les facteurs situationnels tel que l'environnement du marché.

Une prise de décision dans le marché financier nécessite une compréhension de la nature humaine et de ces comportements en plus de compétences financières à proprement parler, d'où l'importance de la psychologie cognitive dans le processus de prise de décision (Chandra, 2008).

Section 3 : Théorie des perspectives

La théorie des perspectives a été fondée à l'origine par Kahneman et Tversky (1979), dans leur article « Prospect Theory : An analysis of decision under risk », apparu dans l'*Econometrica*. Daniel Kahneman sera récompensé d'un prix Nobel en Economie (2002) pour sa participation à cette théorie. Cette théorie présente une critique de la théorie de l'utilité espérée² et développe un modèle de prise de décision lorsque l'individu se trouve en situation de risque.

² Bernouilli (1738), von Neumann and Morgenstern (1953)

Le processus de prise de décision implique deux phases : l'édition ou cadrage (établissement d'un cadre de référence, c'est-à-dire une représentation mentale d'un état de référence à partir duquel les résultats sont considérés) et l'évaluation des choix. La phase de cadrage organise, simplifie et reformule les perspectives tandis que la phase d'évaluation donne une valeur à chaque perspective pour identifier celle avec la plus haute valeur. Kahneman et Tversky (1979) ont démontré, grâce au développement de la théorie des perspectives, comment les investisseurs gèrent le risque et l'incertitude. Plus précisément, leur théorie explique les irrégularités du comportement humain dans l'évaluation des risques lorsque les agents financiers sont face à l'incertitude. L'être humain n'a pas d'aversion au risque au sens propre. Autrement dit, un individu affiche une aversion au risque lorsqu'il se trouve face à un choix risqué conduisant à des gains mais présente une recherche de risque dans la situation où le choix risqué conduit à des pertes. Ces deux situations sont en totale opposition avec la théorie classique de l'utilité espérée.

La théorie des perspectives s'éloigne également de la théorie de l'utilité espérée parce que les probabilités sont remplacées par des poids de décision et parce que la fonction de valeur est définie par rapport aux états des gains et des pertes et non par rapport à la résultat final. En d'autres termes, selon la théorie des perspectives, la valeur est attribuée aux gains et aux pertes plutôt qu'à l'état des actifs finaux. Comme nous pouvons le voir sur la figure 1, La pondération des poids est généralement régressive par rapport aux probabilités. Les préférences sont moins sensibles aux variations de probabilités que ce que le repère rationnel suggère. Les poids de décision sont généralement plus bas que les probabilités correspondantes, sauf dans le domaine des probabilités faibles.

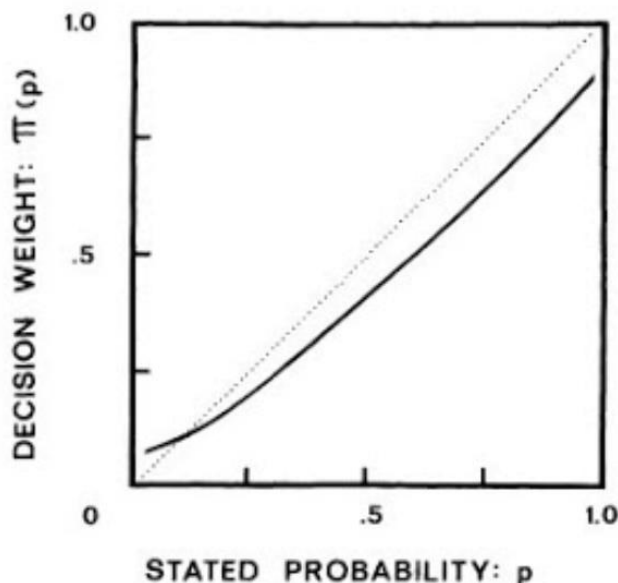


Figure 1 : Graphique des poids de décision en fonction d'une probabilité donnée³.

Ces poids mesurent l'impact des événements sur la désirabilité de l'investissement. Il ne s'agit pas de probabilité et les poids de décision ne forment donc pas une unité lorsqu'ils sont accumulés. Tversky et Kahneman (1986) appellent cette propriété le « certainty effect ».

Un des points centraux de la théorie des perspectives est la fonction de valeur en forme de S. Cette fonction est définie par le changement de richesse, plutôt que par les niveaux finaux de richesse. Comme nous pouvons le constater sur la figure 2, la fonction présente une concavité dans la région des gains et est convexe lorsque des pertes apparaissent, démontrant une aversion au risque dans le domaine des gains et une recherche de risque dans celui des pertes. Une autre propriété intéressante est que la pente de la fonction est plus raide pour les pertes que pour les gains. Cette propriété s'explique par une aversion aux pertes (« loss aversion »). La pente est également plus raide au point de référence. Ce qui implique que lorsque la distance par rapport au point de préférence est grande, un changement défini de gains ou de pertes a un effet moins grand sur la valeur perçue par l'investisseur. En effet, la fonction de valeur utilisée a quelques asymétries. La valeur due à un changement d'une unité (1 \$, 1 euro, etc) dépend si ce changement constitue un gain ou une perte et s'il suit d'autres pertes ou gains.

³ « A hypothetical weighting function » Source : Kahneman et Tversky, 1979 (p.283)

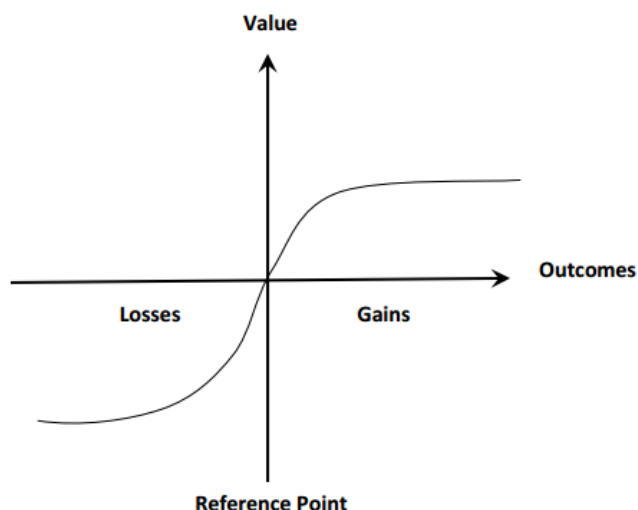


Figure 2 : Fonction de valeur selon la théorie des perspectives⁴

La théorie des perspectives argue aussi que lorsqu'ils choisissent entre des paris, les individus accumulent les gains et pertes pour chaque pari et choisissent celui avec la plus grande utilité. Dans une application financière, cela suggère que les agents choisissent une allocation de portefeuille en additionnant, pour chaque allocation, les gains et pertes potentiels et prennent l'allocation avec la plus grande utilité éventuelle.

Dans leur article « The Framing of decisions and the psychology of choice » de 1981, Tversky et Kahneman introduisent le concept de cadrage. Ils démontrent que les principes psychologiques qui gouvernent la perception des problèmes de décision et l'évaluation des probabilités et résultats produisent des changements prévisibles de préférences lorsque le même problème est présenté de différentes manières. Tversky et Kahneman (1986) soutiennent que, grâce au cadrage et à la théorie des perspectives, la théorie rationnelle des choix ne fournit pas un fondement adéquat pour une théorie descriptive de prise de décision. Les choix des individus sont également affectés par « l'effet de cadrage » ou « framing effect » en littérature anglo-saxonne. Le cadrage se rapporte aux différentes manières dont un problème est énoncé et présenté aux preneurs de décisions et comment l'effet de cadrage peut influencer leurs décisions. Cela démontre aussi les inversions systématiques des préférences lorsque la même problématique est présentée de manière différente (Tversky et

⁴ « A hypothetical Value function » Source : Kahneman et Tversky, 1979 (p. 279)

Kahneman, 1981). Cela met en avant que les individus peuvent faire des choix différents dans des situations où le niveau de richesse final est identique.

Une étape importante dans le processus de cadrage ou « framing » est la tendance des individus à percevoir les résultats d'une action comme des gains ou pertes plutôt que comme un état final de richesse. Les gains et pertes sont perçus par rapport à un point de référence neutre et les changements sont mesurés par rapport à celui-ci, plutôt que de manière absolue (Kahneman et Tversky, 1979). Lorsqu'il s'agit d'investissements en titres, le point de référence est normalement le prix d'achat du titre. En effet, beaucoup d'études empiriques ont montré que le prix d'achat semble être un des points de référence utilisé par l'investisseur. Cependant, il est possible que différents autres points de référence affectent le comportement de l'investisseur. Par exemple le prix maximum des prix des actions dans l'historique récent semble affecter les décisions d'investissement.

Section 4 : Utilisation des heuristiques

En 1974, Amos Tversky et Daniel Kahneman décrivent trois heuristiques qui sont employés pour créer des jugements en situation d'incertitude. Ces trois heuristiques sont :

- La représentativité. Lorsqu'on demande à des personnes de juger la probabilité qu'un objet ou évènement A appartienne à la classe ou processus B, les probabilités sont évaluées par le degré par lequel A est représentatif de B, c'est-à-dire le degré par lequel A ressemble à B.

- La disponibilité. Cette heuristique est décrite comme une heuristique de jugement par lequel la personne évalue la fréquence des classes ou la probabilité des évènements par disponibilité, c'est-à-dire par la facilité avec laquelle les instances pertinentes viennent à l'esprit. La dépendance à l'heuristique de disponibilité conduit à des biais systématiques.

- L'ancrage et l'ajustement. Lorsqu'une valeur pertinente, appelée ancre, est disponible, les individus font des estimations à partir de cette valeur initiale qui est ajustée par après pour former la réponse finale. L'ancre peut être suggérée par la formulation de la problématique ou peut être déduite d'une estimation partielle. Dans les deux cas, les ajustements sont habituellement insuffisants.

Kahneman et Tversky identifient l'influence des heuristiques humaines sur le processus de décision. Tversky définit une heuristique comme une stratégie, qui peut être appliquée à une variété de problèmes et qui, dans la plupart des cas, produit une solution correcte au problème donné. Les individus utilisent souvent des heuristiques qui réduisent la complexité d'une résolution de problème à des opérations de jugement plus simples (Tversky et Kahneman, 1981). L'être humain est incapable d'intégrer toutes les informations qui lui sont présentées quotidiennement. En accumulant des expériences grâce à la réalisation d'un processus, ces expériences permettent une impression de comment doit être fait quelque chose. Ce processus crée des règles générales qui peuvent être utilisées lorsqu'une situation similaire se présente. Ce phénomène est appelé « l'utilisation des heuristiques ». Ce phénomène est particulièrement important dans l'étude de la finance moderne où le nombre d'instruments et d'informations a significativement augmenté durant les dernières décennies. L'utilisation des heuristiques permet d'accélérer la prise des décisions comparée à un processus de décisions rationnelles.

Pour réduire le montant et la complexité de l'information à analyser, le cerveau filtre certaines informations et utilise des raccourcis pour réduire la complexité des autres informations. Ces raccourcis permettent au cerveau de créer des estimations avant de digérer toute l'information disponible. Ce processus engendre plusieurs biais psychologiques chez l'investisseur, que nous évoquons dans la section suivante: biais de représentativité, dissonance cognitive, biais de familiarité, humeur et optimisme, excès de confiance, biais de l'ancrage et autres (Baker and Nofsinger, 2002).

L'évaluation comportementale des actifs souligne que les prix reflètent l'humeur des investisseurs, largement comprise comme des croyances erronées à propos des flux de trésorerie futurs et à propos des risques (Baker and Wurgler, 2007). Le sentiment a un impact sur les prix des actifs et mène à une différence entre ce que la finance comportementale et néoclassique nous dit à propos de la relation entre risque et rendement. Les modèles financiers classiques excluent l'utilisation d'heuristiques et assument que toutes les décisions sont prises sur base d'outils statistiquement rationnels (Shefrin, 2000).

L'avantage principal de l'utilisation des heuristiques est le gain de temps dans le processus d'évaluation des alternatives et de la prise de décisions. Malgré cela, les heuristiques sont largement dépendants des expériences passées, ce qui peut entraîner des comportements biaisés chez l'investisseur.

Section 5 : Biais comportementaux

Certains investisseurs peuvent être enclins à suivre différents types de biais comportementaux, ce qui les conduit à faire des erreurs cognitives. Les agents financiers peuvent faire des choix prévisibles non optimaux lorsqu'ils sont face à la difficulté et à l'incertitude des décisions. Les biais sont des erreurs prévisibles telles que l'extrême confiance dans les jugements, les vœux pieux (les souhaits qu'on pense irréalisables), la procrastination. Les recherches examinent les mécanismes psychologiques qui mettent en lumière comment l'esprit humain fonctionne. Les investisseurs peuvent apprendre les différents biais auxquels il est probable qu'ils devront faire face et par après, grâce à la compréhension de ces différents mécanismes, être capable de prendre des mesures pour les éviter et améliorer ainsi leur efficacité (Parikh, 2011).

La plupart des biais décrit ci-dessous sont dérivés de la dynamique des phases de cadrage et d'évaluation de la théorie des perspectives. Par exemple, la comptabilité mentale, le biais du statu quo, les points de référence ainsi que l'effet de disposition sont des concepts issus de la théorie des perspectives. Cependant, d'autres biais ne sont pas issus de la théorie des perspectives (excès de confiance, dissonance cognitive, biais d'optimisme, etc). Les biais que nous allons évoquer ci-dessous trouvent leur explication soit dans le système de croyances que forment les individus, soit dans les préférences individuelles de l'investisseur mais certains peuvent également s'expliquer par d'autres mécanismes psychologiques.

5.1 Biais de la confiance aveugle

« Dans la forme la plus basique, la confiance aveugle peut être résumée comme une foi injustifiée dans le raisonnement intuitif et les capacités cognitives de quelqu'un »⁵.

Certains psychologues ont déterminé que la confiance aveugle amène les personnes à surestimer leurs connaissances, à sous-estimer les risques et à exagérer leurs capacités à gérer les événements qui les entourent. Le concept de confiance aveugle prend sa source dans un ensemble d'expériences de psychologie cognitive et d'enquêtes dans lesquelles les sujets surestiment leurs propres capacités et la précision de l'information qui leur est donnée. De plus, les personnes ont tendance à mal estimer les probabilités. Des événements dont ils sont convaincus qu'ils vont se passer sont souvent loin de se produire de manière certaine. De manière plus générale, les individus ont tendance à se croire plus intelligents qu'ils ne le sont et pensent avoir plus d'information que ce qu'ils ont réellement (Pompian, 2006). La confiance aveugle ne signifie pas que les individus sont ignorants ou incompetents mais seulement que le regard qu'ils portent sur eux-mêmes est meilleur que la réalité.

Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998) proposent une théorie du marché des titres basée sur la confiance extrême des investisseurs et le biais d'auto-attribution (qui crée des changements dans la confiance de l'investisseur et peut être interprétée comme une fonction des résultats de leur investissement), ce qui conduit à des sur-réactions ou à des sous-réactions du marché. Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998) suggèrent que les investisseurs souffrent d'une combinaison de confiance extrême mêlée au biais d'auto-attribution : les agents financiers attribuent le succès à leurs propres capacités, mais au contraire, imputent l'échec à la malchance.

L'extrême confiance est un concept relié à ceux de l'humeur et de l'optimisme. Les investisseurs sont souvent trop confiants en leurs capacités à compléter certaines tâches, comme celle de sélectionner des actions performantes. Ils croient que leurs connaissances sont exactes et, de ce fait, ils croient former des prédictions plus précises que ce que l'expérience ne prouve. Belsky et Gilovich (1999) parlent de la confiance extrême comme « d'un piège à égo ». Plusieurs facteurs contribuent à l'extrême confiance. Un de ces éléments est « l'illusion de connaissance ». Avoir plus d'information ne crée pas nécessairement plus de

⁵ Pompian (2006)

connaissance. En effet, une partie des investisseurs n'ont pas les capacités, les compétences ou la formation nécessaires pour interpréter cette information afin d'en déduire de la connaissance supplémentaire. De plus, les individus ont tendance à interpréter une nouvelle information comme une confirmation de leurs croyances existantes. Un autre facteur faisant partie de la confiance extrême est « l'illusion de contrôle ». Les personnes ont tendance à penser qu'ils ont plus d'influence sur le résultat des événements incontrôlables qu'ils n'en ont en réalité. Barber et Odean (1999) décrivent comment les investisseurs surestiment la précision de l'information qu'ils ont et montrent ainsi des signes de biais dans leur interprétation de l'information. Les investisseurs trop confiants croient fortement en leur propre évaluation des actions et ne se préoccupent pas des croyances des autres à ce sujet.

Ils démontrent également dans leur étude (Barber and Odean, 2001) que les hommes sont plus confiants que les femmes. Ce qui se démontre par leur niveau supérieur de trading: les hommes échangent plus sur les marchés que les femmes. Des recherches psychologiques ont établi que les hommes sont plus enclins à la confiance extrême que les femmes, et ce spécialement, dans les milieux dominés par les hommes, comme la finance.

5.2 Biais du troupeau

C'est l'erreur la plus commune : les investisseurs ont tendance à suivre les décisions de la majorité des intervenants. Les investisseurs montrent des signes de comportement de troupeau parce qu'ils sont influencés par ce que les autres pensent de leurs décisions d'investissement (Scharfstein and Stein, 1990). Le comportement de troupeau est la tendance à imiter les actions d'un large groupe sans s'assurer que ces individus auraient pris la même décision individuellement. Une des raisons de base d'un tel comportement est que l'être humain est sociable et a tendance à chercher l'acceptation d'un groupe plutôt que de rester isolé. Une autre raison derrière ce genre de comportement est que les investisseurs ont tendance à penser qu'il est rare ou même improbable qu'un large groupe se trompe. Ceci peut le mener à suivre le troupeau sous l'illusion que le troupeau sait quelque chose qu'il ne sait pas en réalité.

Les investisseurs privés ont aussi tendance à être influencés par les recommandations d'analystes. Cependant, selon Welch (2000), les analystes peuvent eux aussi montrer des comportements de troupeaux.

5.3 Biais d'ancrage

L'ancrage est une heuristique qui apparaît lorsque les investisseurs donnent une importance non justifiée à des « ancrés », statistiquement aléatoires et déterminées psychologiquement, qui les conduit à prendre des décisions qui ne sont pas entièrement rationnelles. Lorsqu'il est demandé à un individu d'évaluer un bon prix pour une action, il y a de fortes chances que celui-ci commence par utiliser la valeur initiale – appelée « ancre » - sans effectuer beaucoup d'analyse. Il ajuste par après l'ancre vers le haut ou vers le bas pour refléter son analyse ou toute nouvelle information qu'il a collectée. Malgré cet ajustement, des études ont montré que cet ajustement est insuffisant et que le prix résultant est biaisé. Ce choix du point de référence est déterminant car il évalue si l'investisseur prend du plaisir à obtenir un profit ou de la souffrance à subir une perte. Un point de référence principal est le prix d'achat du titre financier. Si l'actif financier a été acquis il y a longtemps, l'investisseur prendra un point de référence plus récent pour évaluer l'actif. Habituellement, dans ce cas, le prix le plus élevé qu'a atteint l'actif devient la référence et l'ancre. Dans l'esprit de l'investisseur, le point de référence détermine si la position actuelle est une perte ou un gain. Cependant, les investisseurs mettent à jour périodiquement leur point de référence de manière à refléter les profits latents.

Le concept d'ancrage peut donc être expliqué par la tendance des investisseurs à « ancrer » leurs pensées à un point de référence qui n'est pas pertinent lorsqu'ils prennent leur décision d'investissement (Pompian, 2006).

5.4 Biais de la dissonance cognitive

En 1956, le psychologue Leon Festinger a introduit le concept de la dissonance cognitive en psychologie sociale (Festinger, Riecken and Schachter, 1956). La dissonance cognitive est le conflit mental que rencontrent les individus lorsqu'ils sont face à des preuves qui réfutent

leurs croyances et hypothèses. Lorsque deux informations cognitives sont inconsistantes l'une avec l'autre, cette contradiction produit un état de dissonance cognitive. Comme l'expérience de dissonance est déplaisante, l'individu va s'efforcer de la réduire en changeant ses croyances. Lorsqu'un investisseur est face à une situation où il a le choix entre deux alternatives, il est probable qu'un conflit naisse de la décision à prendre. Les aspects négatifs de l'alternative choisie sembleront prédominants et les aspects positifs de l'alternative rejetée s'accumuleront au conflit mental existant. Cela met en doute la confiance de l'investisseur dans la décision qu'il a prise.

Selon Pompian (2006), il existe deux aspects à la dissonance cognitive qui sont liés avec le processus de décision : (i) la perception sélective : les investisseurs n'enregistrent que l'information qui confirme leurs croyances, ce qui crée donc une vue incomplète et imparfaite de la situation réelle, (ii) la prise de décision sélective : les investisseurs renforcent les engagements déjà pris malgré le fait qu'il soit visible que ces engagements n'étaient pas la meilleure alternative existante. Cela se produit lorsque les engagements effectués lors de la décision initiale forcent l'investisseur à rationaliser les actions qu'il a prises, ce qui lui permet de s'y tenir, même si ces actions sont sous-optimales.

Une des raisons pour laquelle apprendre des erreurs passées est difficile est parce que le cerveau filtre les souvenirs. Pour éviter de devoir gérer deux pensées contradictoires, le cerveau filtre l'information reçue et sa relation au souvenir. La dissonance cognitive est l'état mental inconsistant qui précède le processus d'ajustement. Les individus tendent à ignorer, rejeter ou minimiser toute information qui entre en conflit avec une croyance particulière. A cause de la dissonance cognitive, les individus tentent d'éviter ou d'actualiser une croyance contradictoire et cherche à favoriser une croyance privilégiée. Le cerveau d'un investisseur va chercher à réduire la peine psychologique en embellissant les croyances à propos du succès des choix des investissements passés. Ils se souviendront de leurs investissements passés comme étant meilleurs qu'ils ne l'étaient réellement et ce de manière à atténuer l'inconfort subi. Lorsque les décisions d'investissement se révèlent être moins bonnes qu'espérées, le cerveau va activer ses mécanismes de défense et filtrer l'information contradictoire.

5.5 Biais de l'erreur du parieur ou sophisme du joueur

Kahneman et Tversky (1971) décrivent l'erreur du joueur comme une idée fautive sur l'égalité des lois du hasard. Un des principaux effets sur les marchés financiers est que les investisseurs souffrant de ce biais se basent sur des croyances erronées pour prédire des revirements des prix des actions. L'erreur du joueur apparaît lorsque les investisseurs prédisent de manière inappropriée qu'une tendance financière va s'inverser. L'erreur du joueur se produit lorsqu'un investisseur agit selon la perception que les erreurs sont des événements aléatoires et qu'elles se corrigent toutes seules. Lorsqu'une pièce est lancée dix fois et qu'elle atterrit après chaque lancer sur pile, un investisseur qui pense que la fois suivante elle atterrira sur face souffre du sophisme du joueur, tandis que l'individu qui pense que la pièce atterrira à nouveau sur pile souffre d'un biais, appelé sophisme de la main chaude. Selon ce biais, l'individu considère que la série gagnante est représentative. C'est donc la croyance erronée suivant laquelle une personne ayant connu un succès lors d'un événement aléatoire connaîtra le même succès si elle continue d'agir de la même manière.

Le biais de l'erreur du parieur se base sur la loi des petits nombres. Les individus construisent des modèles à partir de données qui sont aléatoires et font des prédictions à partir de ces perceptions. Si un jeu semble équitable, comme les jeux de roulette ou de loterie, les individus s'accrochent à l'idée que tous les numéros dans le jeu doivent sortir le même nombre de fois en moyenne (Nofsinger, 2002). Ce modèle est réaliste pour un large échantillon. Cependant, lorsqu'il s'agit d'un petit ensemble, les résultats peuvent être injustes et donc, biaisés. La croyance qu'un processus d'autocorrection existe dans le court terme qui rend les jeux égaux est connue comme l'erreur du parieur. Beaucoup d'investisseurs ne croient pas que le marché des actions soit aléatoire. De ce fait, ils se comportent comme si la tendance du prix des actions allait continuer selon sa tendance actuelle. Ceci est dû au fait que les investisseurs ont une croyance erronée qu'un petit ensemble est représentatif de la population (Rabin, 2002). Pour cette raison, les investisseurs extrapolent de manière exagérée les séquences courtes, ce qui les mène à de fausses prédictions.

5.6 Biais de la comptabilité mentale

La comptabilité mentale a été étudiée et définie par Thaler (1999) comme « l'ensemble des opérations cognitives utilisées par les individus et ménages pour organiser, évaluer et garder la trace des activités financières ». Thaler (1985) développe un nouveau modèle de comportement du consommateur incorporant la comptabilité mentale. Les personnes ont tendance à garder leur argent sur des comptes séparés pour une variété de raisons subjectives. Les individus attribuent différentes fonctions à chaque groupe de biens, ce qui a un impact irrationnel et négatif sur leurs décisions de consommation et autres comportements.

La comptabilité mentale fait référence à la manière dont les agents catégorisent et évaluent les résultats financiers (Henderson and Peterson, 1992). Shefrin et Thaler (1988) émettent l'hypothèse que les agents catégorisent la richesse dans trois comptes mentaux : les revenus courants, le capital actuel et les revenus futurs. De plus, il est considéré que la propension à consommer est financée en grande partie par le compte de revenus courants et en plus petite partie par le compte des revenus futurs. Une conséquence est la tendance à traiter un nouveau risque séparément des risques existants. Barberis and Huang (2001) comparent deux formes de comptabilité mentale en intégrant les concepts d'aversion aux pertes et le cadrage étroit (ou « narrow framing ») en deux structures d'évaluation du prix des actifs: la comptabilité des actifs individuels et la comptabilité de portefeuille (portfolio accounting). La comptabilité mentale est le processus par lequel le cerveau classe les buts et les mouvements vers ceux-ci séparément les uns des autres (Thaler, 1980). Par exemple, une personne peut garder l'investissement prévu pour sa retraite dans un compte mental, mais les fonds prévus pour le paiement d'une maison dans un autre compte. C'est un mécanisme qui permet à l'individu du self-control. Garder les choses séparées permet de mesurer plus aisément le progrès vers chaque but. Barberis et Huang (2001) démontrent que la comptabilité mentale contribue ou amplifie d'autres biais psychologiques (tel que l'effet de disposition). De plus, d'après Shefrin et Statman (2000), la comptabilité mentale affecte la perception des investisseurs quant aux risques d'un portefeuille. Pour mettre en œuvre la théorie du portefeuille, l'investisseur doit prendre en compte trois facteurs importants : le rendement espéré, le niveau de risque et la corrélation avec les autres investissements. Les investisseurs peuvent agir comme s'ils sont réticents aux risques pour certains de leurs choix, mais

cherchant les risques pour d'autres choix. Vu que la corrélation représente l'interaction qu'une action a avec d'autres et que la comptabilité mentale est la tendance à négliger l'interaction entre les différents investissements, les investisseurs éprouvent des difficultés à mettre en œuvre une forme de diversification. La conséquence de ceci est que les investisseurs prennent plus de risques que nécessaire afin de parvenir au rendement désiré (Baker and Nofsinger, 2002).

5.7 Biais de la représentativité

Le cerveau humain émet l'hypothèse que les choses partageant des attributs similaires sont semblables. La représentativité est un jugement basé sur des stéréotypes. Ce biais peut pousser les investisseurs à acheter des actions qui présentent des qualités désirables (Shefrin, 2000). Souvent, les investisseurs confondent un bon investissement avec une bonne entreprise. Ce sont deux choses différentes : un bon investissement est une action dont le prix augmente plus que celui des autres actions, tandis qu'une bonne entreprise est celle qui génère de bénéfices substantiels, a une croissance des ventes élevée et dont les qualités de management sont bonnes. Confondre bonne entreprise et bon investissement laisse de côté le fait que peu de sociétés peuvent soutenir des niveaux de croissance tels qu'elles ont acquis dans le passé. La popularité de telles firmes fait monter les prix jusqu'à ce qu'ils deviennent excessifs et dépassent leur valeur fondamentale. Après un certain temps, les investisseurs réalisent qu'ils ont été trop optimistes et le prix chute. Lakonishok et al. (1994) ont étudié la performance des actions « populaires », considérées « en croissance ». Leur analyse a permis de déterminer que les bonnes entreprises ne représentent pas toujours de bons investissements. L'analyse des rendements passés des titres peut aussi conduire à des erreurs de jugement de la part des investisseurs. Les investisseurs considèrent les résultats passés comme étant représentatifs de ce qu'ils peuvent attendre en termes de rendements futurs. Les actions ayant eu des rendements faibles dans les dernières années sont souvent considérées comme des actions perdantes. Et inversement, les actions à bonne performance sont considérées comme des actions gagnantes. Cette tendance pousse les investisseurs à courir derrière les actions gagnantes et à se détourner des perdantes. De Bondt and Thaler (1985) montrent, au contraire, que les titres avec des rendements passés faibles tendent à surpasser les gagnantes dans les trois années suivantes à concurrence de 30%. Les

investisseurs aiment acheter les actions anciennement gagnantes car ils croient que les prix passés sont représentatifs de la tendance des prix futurs. De tels investisseurs tendent à être sur-optimistes par rapport aux actions gagnantes et pessimistes par rapport aux perdantes.

Ce biais peut être relié au biais de la confiance extrême. En effet, la représentativité est l'excès de confiance dans les stéréotypes. Les investisseurs qui considèrent certaines tendances comme représentatives d'un processus sous-jacent sont vulnérables à un biais d'extrapolation. « Le sophisme du joueur » est donc également connecté à la représentativité, mais mène les investisseurs à faire des prédictions injustifiées sur les revirements de position d'un actif.

5.8 Biais de familiarité et biais de disponibilité

L'être humain préfère ce qui lui est familier à quelque chose qui lui est inconnu. Par conséquent, les investisseurs ont tendance à privilégier les actions d'entreprises qui leur sont familières. Comme ces actions leur sont connues, les investisseurs les considèrent moins risquées que celles d'entreprises moins connues. Par exemple, selon Huberman (2001), les investisseurs tendent à acheter les actions des compagnies qui ont une présence locale ou régionale. Les investisseurs achètent également de manière disproportionnée les actions de leur propre pays, malgré qu'ils soient informés des bénéfices d'une diversification internationale. Cette tendance s'appelle « home bias » ou « préférence nationale » en littérature francophone (French et Poterba, 1991). Les investisseurs ont le biais de la préférence domestique car les compagnies établies dans leur pays ou région leur sont plus familières que les sociétés étrangères.

Le biais de disponibilité signifie que les investisseurs surestiment le poids de l'information facilement accessible. Les individus sont susceptibles de se rappeler les événements qui reçoivent beaucoup d'attention des médias et influencent donc le comportement (De Bondt et al., 2008).

5.9 Le biais du statu quo et effet de dotation

Lorsqu'il doit prendre une action dans son propre intérêt, un investisseur aura tendance à ne rien faire à cause du biais du statu quo. Les acteurs financiers préfèrent garder les investissements qui leur appartiennent déjà. Changer d'investissement pourrait impliquer que ses précédentes décisions d'investissement étaient de mauvais choix. Ceci est particulièrement le cas lorsque les prix des actions descendent. Le biais du statu quo implique de préférer le choix par défaut, qui est souvent une option de non-action. Shafir et Tversky (1992) réalisent que la décision de retarder une prise d'action, ou de ne pas prendre d'action, augmente avec le nombre d'alternatives attrayantes disponibles. Lorsque l'investisseur est face à plusieurs choix d'investissement, la tâche de prise de décision peut devenir accablante. En conséquence, certains investisseurs préfèrent s'abstenir de tout changement.

Les individus demandent souvent un prix plus élevé pour vendre un objet qu'ils possèdent déjà que celui qu'ils seraient prêt à payer pour obtenir ce même objet. Thaler (1980) appelle cela l'effet de dotation (ou « endowment effect »). L'effet de dotation affecte les investisseurs : ils donnent plus de valeur aux placements qui leur appartiennent déjà qu'à ceux qu'ils pourraient obtenir. Ils ont tendance à garder un investissement non profitable et alors qu'ils pourraient obtenir plus en liquidant l'investissement.

5.10 Effet de disposition

Les individus veulent se sentir bien à propos d'eux-mêmes. Deux émotions jouent un rôle majeur pour atteindre cet objectif : la fierté et le regret. Les personnes cherchent à accomplir des actions qui vont leur apporter de la fierté et à éviter celles qui vont leur apporter des regrets. Shefrin et Statman (1985) démontrent qu'éviter le regret et chercher la fierté peuvent avoir un impact sur les décisions d'investissement. Ces émotions peuvent entraîner les investisseurs à vendre les actions gagnantes trop tôt et à garder les actions perdantes trop longtemps. Cela s'appelle « l'effet de disposition ». Lorsqu'un investisseur vend une action gagnante, il ressent le plaisir d'avoir pris une bonne décision lors de l'achat initial. Si le titre perd de sa valeur après l'achat, l'investisseur a tendance à le garder. En faisant cela, il essaye d'éviter d'éprouver le regret qui découle d'une mauvaise décision d'achat. Ces deux émotions affectent les décisions d'achat et de vente d'un investisseur. Malheureusement, des études

prouvent que malgré le fait que les investisseurs liquident des actions performantes, celles-ci continuent à avoir de bons résultats par la suite, tandis que les actions perdantes que les investisseurs gardent continuent à donner de faibles résultats. Shefrin (2000) attribue cet effet perdant-gagnant à des biais comportementaux allant du conservatisme (ancrage et ajustement) à la confiance extrême.

5.11 Biais d'attachement

Le biais d'attachement amène les investisseurs à devenir émotionnellement attachés à un titre. Les individus s'attachent émotionnellement à leurs parents, frères et sœurs, enfants ainsi qu'amis proches. L'attachement les pousse à se concentrer sur les qualités et à minimiser les défauts. Les investisseurs peuvent s'attacher à une action. Malgré que le biais d'attachement ait l'effet potentiellement positif de décourager l'échange sur les marchés, impliquant taxes et coûts de transaction, ce biais peut aussi avoir des effets négatifs. Lorsque les investisseurs deviennent émotionnellement attachés à un placement, ils n'arrivent plus à discerner les mauvaises nouvelles à propos de l'entreprise et par conséquent, ils prennent le risque de maintenir une position perdante trop longtemps. Par exemple, beaucoup d'employés actuels ou à la retraite d'une entreprise continuent à conserver une proportion importante d'actions de cette entreprise, quels qu'en soient les résultats (Baker and Nofsinger, 2002).

Section 6 : Humeur et optimisme

L'humeur affecte la manière dont les investisseurs analysent et développent leurs jugements économiques (Nofsinger, 2002). Les personnes de bonne humeur font des jugements plus optimistes que les personnes de mauvaise humeur. La mauvaise humeur rend les personnes plus critiques ; ceux-ci vont donc développer un raisonnement plus analytique. De la même manière, les individus traitent l'information de manière moins critique lorsqu'ils sont de bonne humeur. Cet effet d'humeur est particulièrement important lorsqu'il s'agit de situations où les individus manquent d'information ou que lorsque celle-ci est incomplète. Ceci s'applique bien évidemment à l'univers de l'investissement.

Un individu de mauvaise humeur sera plus enclin à procéder à une analyse détaillée de la situation et évitera de prendre une mauvaise décision d'investissement. Alors qu'un investisseur de bonne humeur sera tenté d'acheter une action sans analyse efficace préalable, quitte à regretter son investissement dans le futur.

Selon Nofsinger (2002), les investisseurs peuvent souffrir du biais de l'optimisme, biais précurseur de la confiance extrême. Les investisseurs ont tendance à ne pas envisager que quelque chose de mal puisse se produire. Premièrement, l'optimisme des investisseurs peut les rendre moins critiques dans leur analyse pendant la prise de décision d'investissement. Deuxièmement, les optimistes, à l'instar de la dissonance cognitive, ignorent les informations négatives à propos de leurs investissements.

Chapitre 4 : Conclusion

Les recherches comportementales comportent deux grandes forces. Premièrement, avec la concentration sur les obstacles à la prise de décision optimale, la finance comportementale amène une approche pragmatique pour étudier les décisions financières. Par exemple, les notions de la finance comportementale nous aident à comprendre comment structurer la relation entre les investisseurs et le management des entreprises. Deuxièmement, la finance comportementale engendre potentiellement un nouveau type de discipline à la recherche en sciences sociales. La discipline implique une triangulation (c'est-à-dire la synthèse de données de plusieurs sources) de la psychologie, de la sociologie et de la finance.

La finance comportementale a également des faiblesses. Elle manque d'un noyau théorique unifié qu'a la finance. Une des critiques majeures de la finance comportementale est donc le manque d'une théorie unique expliquant les biais psychologiques et les influences sociales dans leur ensemble. En effet, les biais présentés dans la section précédente ainsi que l'utilisation des heuristiques sont des concepts dérivés pour une part des croyances des individus. D'autres biais se fondent sur le processus de préférences et enfin, certains prennent comme fondement les sentiments des agents financiers.

Comme l'ont dit Kahneman et Riepe (1998), « les investisseurs qui sont sujets à ces biais prendront des risques qu'ils n'ont pas su discerner, expérimenteront des résultats qu'ils n'ont

pas anticipés, seront sujets au trading injustifié, et peuvent finir par se blâmer eux-mêmes ou les autres lorsque les résultats sont mauvais. »

Comprendre la base de la psychologie des investisseurs et prendre des mesures adaptées pour corriger leurs erreurs peut réduire les effets de ces biais sur les décisions d'investissement et potentiellement conduire à améliorer les résultats d'investissement. Cependant, ces mesures ne garantissent pas nécessairement l'obtention de rendements supérieurs. Apprendre à reconnaître les biais psychologiques ne permet pas forcément d'arriver à les éliminer, mais peut permettre de limiter leurs impacts sur les décisions d'investissement.

Deux difficultés existent pour surmonter les faiblesses cognitives et psychologiques. Premièrement, même si les biais psychologiques amènent les investisseurs à perdre de l'argent, ces biais peuvent avoir un effet positif. Par exemple, le fait d'être plus sensible à la perte qu'aux gains peut être bénéfique pour l'investisseur : cela lui permet de ne pas prendre de risques inutiles, qui pourraient lui coûter cher. Deuxièmement, certains biais peuvent en annuler d'autres. Par exemple, lorsque les investisseurs surestiment leurs capacités et leurs connaissances dans leur sélection des titres, ils sous-estiment les conseils et les croyances des autres intervenants. Ceci leur évite de suivre aveuglement les actions des autres et d'adopter le biais du troupeau.

Van Eaton (1999) et Nofsinger (2001) ont élaboré de nombreuses suggestions visant à se protéger contre les divers biais psychologiques. Celles-ci se concentrent autour de plusieurs axes :

- Comprendre et éviter les biais psychologiques. Les caractéristiques psychologiques jouent un rôle important dans le comportement des investisseurs. Pour éviter ces erreurs, l'investisseur doit commencer par discerner et apprendre à éviter d'être affecté par ces biais qui risquent de réduire le rendement de son portefeuille.

- Identifier les objectifs et les contraintes d'investissement. Pour réduire l'influence des biais psychologiques, les investisseurs doivent établir des objectifs d'investissement réalistes en termes de rendement et de tolérance au risque. Il leur faut aussi reconnaître les contraintes telles que la liquidité des actifs, l'horizon temporel et la fiscalité pour atteindre leurs objectifs. Par cette stratégie, les investisseurs peuvent éviter les effets de dotation.

- Développer des critères quantitatifs d'investissement. En développant un ensemble de critères quantitatifs, les investisseurs peuvent éviter d'investir sous l'effet de l'émotion, de la rumeur ou d'autres biais psychologiques. Appliquer de tels critères peut aussi aider les investisseurs à atteindre leurs buts. Avant d'acheter un titre, les investisseurs peuvent comparer les caractéristiques de l'entreprise concernée aux critères quantitatifs.

- Diversifier les investissements. La diversification des portefeuilles entre différentes classes d'actifs (actions, obligations, fonds monétaires, immobilier) aide à augmenter la stabilité des rendements ainsi qu'à réduire les risques. Une bonne diversification peut aider les investisseurs à éviter les pertes brutales et les protéger contre les biais psychologiques d'attachement et de familiarité. Une diversification internationale est donc conseillée afin d'éviter de subir les biais de la familiarité. Une bonne allocation des actifs ajoute plus de valeur à la performance d'investissement que le market timing ou la sélection des titres. Les investisseurs qui veulent réduire l'influence des faiblesses psychologiques telles que la confiance extrême, peuvent faire basculer une partie de leur portefeuille dans les fonds d'indices.

- Revoir et réallouer les actifs. Un investisseur doit revoir fréquemment son portefeuille et le comparer avec ses objectifs d'investissement. Si la pondération de chaque actif diffère trop des poids imposés par les objectifs, l'investisseur doit penser à une réallocation de ses placements au sein de son portefeuille. De telles mesures peuvent éviter des biais tels que les biais du statu quo, l'effet de dotation (« endowment effect »), le biais de représentativité et de familiarité et permettre de gagner du contrôle sur son environnement d'investissement.

Partie 2 : Analyse Empirique

Chapitre 1 : Motivation et choix de l'évènement

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons évoqué les différents facteurs qui influencent les investisseurs dans leur prise de décisions en matière d'investissements. Ces facteurs peuvent être d'ordre rationnel et se baser sur une analyse et modélisation de l'environnement économique. D'autres facteurs sont irrationnels et la finance comportementale tente d'expliquer ces anomalies de rationalité. Maintenant, nous allons tenter de mesurer l'impact d'un facteur particulier sur les marchés financiers : l'humeur des investisseurs. Le but de cette analyse est de lier ce facteur aux annonces de jackpots de l'EuroMillions, jeu de hasard international européen, sur base de plusieurs indices européens. Le jackpot de l'EuroMillions est le prix que peut gagner le joueur en cas où sa combinaison est tirée au sort. Le jackpot minimum à gagner à l'EuroMillions est de 15.000.000 euros et peut monter jusque 190.000.000 euros.

De manière à distinguer un éventuel impact de l'annonce d'un jackpot sur les indices financiers, nous allons réaliser une étude d'évènement. Une étude d'évènement est une méthode statistique qui permet de tester l'efficacité informationnelle des marchés au sens semi-fort. La théorie de l'efficacité des marchés fut énoncée en 1970 par Eugène Fama. L'ensemble des études d'évènements se distingue par la méthodologie utilisée. Cette méthodologie consiste à mesurer l'écart existant entre le cours réel de l'actif étudié et un prix théorique déterminé à l'aide de diverses méthodes. Ces études permettent donc de déterminer si les marchés financiers réagissent de manière correcte et complète à l'annonce de nouvelles informations. Dans notre cas, l'étude d'évènement permet de déterminer si les marchés réagissent à des événements qui ne sont pas économiquement pertinents et donc auxquels les marchés devraient être insensibles.

Pour mener cette étude, nous avons décidé de suivre la méthodologie que l'économiste A. Craig MacKinlay a mis en évidence dans son article « Event Studies in Economics and Finance » de 1997. Cet article expose les différentes techniques disponibles pour effectuer une étude d'évènement et illustre sa méthodologie grâce à un exemple portant sur la réaction des titres du « Dow Jones Industrial Index » à l'annonce des résultats trimestriels d'entreprises

américaines de 1989 à 1993. A la fin de son article, il en conclut que le marché financier réagit correctement à la publication des résultats trimestriels, ce qui confirme l'hypothèse d'efficience de marché au sens-semi fort.

Pour cette étude, nous avons choisi d'analyser l'impact des tirages de l'EuroMillions sur les cours boursiers européens entre 2013 et 2014. Notre but est dès lors de déterminer si l'annonce des jackpots de ces deux dernières années a eu une influence sur les cours des indices boursiers des pays de l'EuroMillions. Comme constaté dans la revue de littérature, les individus ne réagissent pas toujours de manière rationnelle sur les marchés financiers. Ce comportement irrationnel peut générer une déformation entre les prix des actifs et la valeur fondamentale de ces mêmes actifs. Les acteurs sur le marché financier ne réagissent pas seulement aux informations pertinentes endogènes au marché, mais également à des événements quelconques exogènes à l'activité du marché. De nombreuses études d'évènement ont été menées pour expliquer l'influence que des facteurs exogènes à la sphère financière ont sur l'activité du marché. Par exemple, Mc Williams et Siegel (1997) évoquent des études menées sur des événements exogènes à l'activité financière, comme la mise en place d'une nouvelle législation ou alors le décès ou le remplacement des dirigeants des sociétés. L'humeur des investisseurs fait partie de ces facteurs exogènes qui peuvent influencer le comportement des investisseurs et par extension, affecter les cours boursiers. De nombreuses études prennent en compte l'humeur des investisseurs pour expliquer l'activité financière. Ceci a par exemple été montré par Saunders (1993) qui analyse l'influence que la météo à New York peut avoir sur l'humeur des investisseurs et par extension, sur la prise de décision des agents financiers. Il établit donc qu'il existe une corrélation entre les variations des prix des indices new-yorkais et la météo de cette même ville. A l'instar de Saunders, Hirshleifer et Shumway (2003) concluent à une corrélation entre les variations des prix d'actifs financiers mondiaux et le niveau d'ensoleillement. Edmans et al. (2007), de son côté, analyse la relation qu'il existe entre le sport et l'humeur des investisseurs. Son analyse essaye de déterminer s'il existe une corrélation entre l'humeur des agents sur les marchés et les variations de différents indices boursiers à la suite de différentes rencontres sportives.

A l'instar de ces recherches, nous avons trouvé intéressant d'analyser l'influence que peut avoir l'humeur des investisseurs par rapport à leurs comportements sur les marchés financiers. Mais contrairement à eux, nous avons décidé de choisir une autre variable pour

déterminer l'impact de ce facteur sur les comportements boursiers. L'EuroMillions est le jeu de loterie européen le plus populaire. Il est issu de la collaboration de dix loteries nationales pour créer un jeu commun aux neuf pays participants (le Royaume-Uni, le Portugal, la France, l'Espagne, l'Irlande, la Belgique, la Suisse, le Luxembourg et l'Autriche). Ce jeu regroupe trois monnaies différentes : l'euro, la livre sterling et le franc suisse. Au niveau européen, il y eut un total de 63.116.779 grilles jouées en 2013 et 61.890.046 grilles en 2014. Vu l'engouement international pour ce jeu, nous avons décidé d'étudier les variations des indices nationaux le jour des jackpots pour déterminer si les investisseurs se laissent enthousiasmer par l'annonce des jackpots.

Chapitre 2 : Données et méthodologie

Dans ce chapitre, nous allons détailler les différentes étapes qui constituent notre analyse. Nous allons aborder les phases des études d'évènement et les appliquer à notre cas. Nous établissons que l'hypothèse générale de notre analyse implique que les indices nationaux ne sont pas affectés par les tirages de l'EuroMillions. De manière à confirmer ou rejeter cette hypothèse, nous analysons les variations des prix les jours de tirage. Nous récoltons les données relatives aux indices nationaux sur Yahoo Finance et les résultats de l'EuroMillions pour les années 2013 à 2014 auprès de la Loterie Nationale.

Dans leur livre « The Econometrics of Financial Markets », Campbell, Wen-Chuan and MacKinlay (p.150) énoncent sept étapes centrales de l'analyse d'évènements :

- La définition de l'évènement : La première tâche lors d'une étude d'évènement est de définir le sujet d'intérêt et d'établir la période sur laquelle l'évènement sera examiné, période appelée communément « fenêtre d'évènement ».

- La sélection du critère : Après avoir identifié l'évènement d'intérêt pour l'analyse, il est important d'établir les critères de sélection. Ces critères sont souvent déterminés par la disponibilité des données sur le marché en question.

- Les rendements normaux et anormaux : La troisième étape de l'analyse est le calcul des rendements normaux et anormaux. Cette étape consiste à évaluer l'impact de l'évènement en mesurant les rendements anormaux. Les rendements anormaux se

définissent comme les rendements observés *ex post* sur la période de la fenêtre d'évènement déduction faite des rendements normaux. Le rendement normal est défini comme le rendement qui aurait été attendu si l'évènement n'avait pas eu lieu. Ce rendement normal sera donc calculé sur base d'un modèle de performance normale.

- La procédure d'estimation : Lorsque le modèle a été sélectionné, la procédure d'estimation a lieu : les paramètres du modèle seront estimés sur la période de la fenêtre d'estimation, constituée d'un sous-ensemble des données. Lorsque les paramètres du modèle de performance normale ont été estimés, les rendements anormaux peuvent être calculés.

- La procédure de test : L'étape de la procédure du test consiste en l'élaboration d'un cadre de test (testing framework) pour ces rendements anormaux. Cette étape se compose de la définition de l'hypothèse nulle et de la sélection des techniques d'agrégation des rendements anormaux.

- Les résultats empiriques : Après les tests, les résultats et observations sont présentés.

- La phase d'interprétation et la conclusion : La présentation des résultats empiriques permet d'interpréter les résultats dans le cadre de l'analyse et d'en déduire si l'étude d'évènement a été concluante.

Section 1 : Sélection de l'échantillon

L'EuroMillions s'organise autour de deux tirages par semaine, les mardis et vendredis. Le jeu en lui-même consiste en la sélection de 5 numéros entre 1 et 50 ainsi que de deux étoiles allant de 1 à 11, avec une probabilité de gagner au rang 1, soit le jackpot offert, étant de 1 sur 116 millions environ. Le joueur a deux choix pour jouer : il sélectionne lui-même les numéros joués ou il utilise le système de Quickpick. Si son choix se porte sur le Quickpick, les numéros et étoiles joués sont choisis au hasard par la machine.

En ce qui concerne la sélection des indices nationaux étudiés, nous concentrons notre étude sur l'analyse des variations des cours de 5 indices dont la participation des pays au jeu est la plus importante et dépasse les 5%. Comme nous pouvons le voir sur la Figure 3, ces pays sont le Royaume-Uni, la France, l'Espagne, le Portugal et la Belgique.

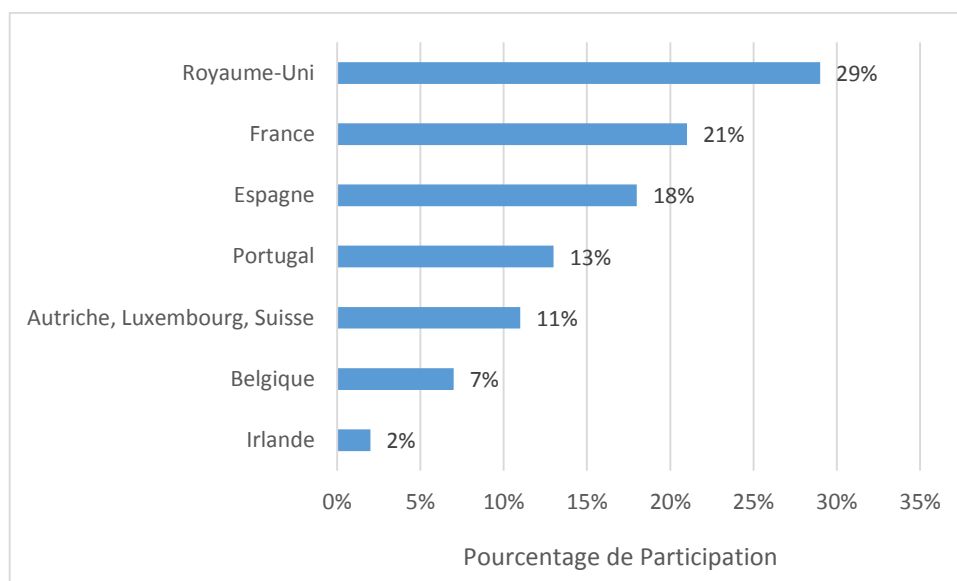


Figure 3 : Proportion des grilles jouées

De plus, il est important que la capitalisation boursière des indices étudiés soit assez importante pour que les indices puissent être examinés correctement. De cette manière, nous analysons donc les indices correspondant aux pays sélectionnés : le Royaume-Uni (FTSE-100), la France (CAC-40), l'Espagne (IBEX-35), le Portugal (PSI-20) et la Belgique (BEL-20).

Par ailleurs, nous avons décidé de nous focaliser sur les tirages se déroulant les mardis pour déterminer nos événements. En effet, les tirages de l'EuroMillions se jouent tous les mardis et vendredis. Nous avons décidé de concentrer sur les mardis car les bourses sont fermées le week-end.

Nous collectons donc les cours historiques relatifs aux indices boursiers sur le site Yahoo Finances. Ce site nous procure les données quotidiennes des cinq indices sélectionnés. A partir de ces données historiques, nous pouvons mesurer les rendements quotidiens des indices ainsi qu'en déduire les variations des cours. Concernant les données relatives aux jackpots de l'EuroMillions, ces données sont récoltées auprès de la Loterie Nationale.

Section 2 : Détermination de la période d'analyse

De manière classique, l'étude d'évènement se divise en deux périodes principales : une période d'estimation et une période d'évènement, plus communément appelée « fenêtre d'évènement ». La fenêtre d'évènement est généralement centrée sur la date d'évènement

étudié. Mais celle-ci peut être élargie au cas où les marchés anticiperaient l'évènement ou si les effets de l'évènement se prolongent quelques jours après l'évènement. La période d'estimation se situe avant ou aux alentours de la période d'évènement.

Dans le cadre de notre analyse, comme les dates d'évènement sont très proches les unes des autres, nous limitons la fenêtre d'évènement à trois jours après la date du jackpot. Nous voulons de cette manière éviter que les fenêtres d'évènement ne se mélangent ou que l'influence d'un jackpot ne se fasse ressentir sur une autre fenêtre d'évènement.

L'étape suivante est le calcul des rendements anormaux. Pour ce faire, nous devons utiliser un modèle de manière à calculer les rendements espérés sur base des rendements passés. Ces rendements passés sont donc sélectionnés sur base d'une fenêtre d'estimation. La période d'estimation sert donc à calibrer le modèle qui est utilisé pour calculer les rendements espérés, c'est-à-dire la période pendant laquelle les cours des indices sont étudiés. Ces cours des indices durant cette période sont analysés pour estimer les paramètres du modèle.

Le choix des périodes d'estimation et d'évènement joue un rôle crucial dans la construction de l'analyse car elles peuvent affecter la pertinence des tests. Le choix d'une période longue augmente la qualité de l'estimation des paramètres. Lorsque l'étude est basée sur des données quotidiennes, la taille de la période d'estimation utilisée est généralement entre 100 et 300 jours et le choix se porte sur une période de données entre 20 et 60 mois pour une étude mensuelle. Notre étude étant basée sur des données quotidiennes nous choisissons une période d'estimation de 100 jours (voir Figure 4). La période d'évènement est plus courte et peut fluctuer entre 5 et 100 jours pour une étude sur base de données quotidiennes. En général, la période d'estimation n'est pas comprise dans la fenêtre de l'évènement, ceci afin d'éviter que l'évènement n'affecte les paramètres d'estimation du modèle.

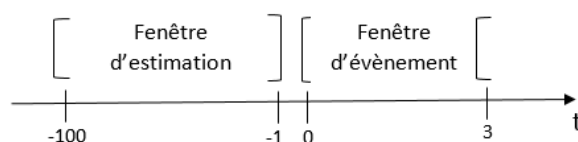


Figure 4 : Ligne du temps

L'analyse d'événement est liée à l'efficacité des marchés dont elle constitue une méthode pour tester la forme semi-forte.

Chapitre 3 : Calcul des rendements anormaux

Comme notre analyse est composée d'une étude d'évènement, il convient de déterminer sur quels critères celle-ci se basera. Selon Tchemeni et Mai (1997), on peut distinguer deux types d'études d'évènement : étude d'évènement par les rentabilités et étude d'évènement par les volumes. Dans ce mémoire, nous nous intéressons à l'étude d'évènement par les rendements. La méthodologie des études d'évènement, comme la plupart des méthodologies en finance, utilise les rendements des titres, et non les prix. En effet, l'utilisation des données relatives que sont les rendements permet de comparer l'évolution de valeurs dont les grandeurs originales sont totalement différentes. Par exemple, dans notre cas, notre sélection d'indices est composée de trois devises différentes, à savoir le franc suisse, l'euro et la livre sterling. Cette différence de devises peut entraîner des difficultés à comparer les grandeurs de base.

Après avoir établi les évènements de notre analyse ainsi qu'avoir déterminé les fenêtres d'estimation et d'évènement, nous pouvons passer à l'étape suivante qui est le calcul des rendements anormaux. Nous allons donc mettre en évidence les rendements anormaux des cinq indices à la suite des évènements. En d'autres termes, sur la période d'évènement, nous calculons la différence entre les rendements observés et les rendements estimés, ou dits rendements normaux. Le rendement anormal (ou « abnormal return » en littérature anglo-saxonne) pour l'indice i à la date t se calcule donc comme suit :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Où AR_{it} représente le rendement anormal, R_{it} le rendement observé et $E(R_{it})$ le rendement normal.

Les R_{it} sont calculés sur base des cours des indices obtenus sur Yahoo Finance.

Section 1 : Choix du modèle

Pour obtenir les rendements anormaux, la première étape est donc de mesurer la performance normale $E(R_{it})$ en utilisant un modèle paramétrique basé sur les rendements observés durant la période d'estimation. Concernant le choix du modèle statistique, MacKinlay (1997) distingue les modèles statistiques des modèles économiques.

Les modèles statistiques prennent pour hypothèse que les rendements des titres sont normaux, indépendants et identiquement distribués. Campbell, Wen-Chuan et MacKinlay citent deux modèles statistiques pour modéliser le rendement normal: le « constant mean return model » et le « market model ».

Le « constant mean return model » a pour hypothèse que la moyenne d'un titre spécifique est constante au cours du temps. Selon ce modèle, les rendements normaux de l'action i au temps t sont donc exprimés de la manière suivante : $R_{it} = \mu_i + \zeta_{it}$, où μ_i est le rendement moyen de l'action au temps i et ζ_{it} est la déviation du rendement par rapport au temps. La moyenne et la variance du terme d'erreur selon ce modèle peuvent être exprimées respectivement comme suit : $E(\zeta_{it}) = 0$ et $Var(\zeta_{it}) = \sigma_{\zeta_{it}}^2$.

Contrairement au « constant mean return model », le « market model » fait l'hypothèse qu'il existe une relation linéaire entre le rendement de marché et celui d'un titre. Ce modèle permet également la prise en compte du risque de chaque titre i . Le rendement normal du titre est lié au rendement du marché grâce à un coefficient de proportionnalité qui est le β de chaque titre. Dans ce modèle, le rendement d'un titre i au temps t est fonction du rendement du marché et s'exprime de la manière suivante : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ où α_i et β_i sont les paramètres du modèle et R_{mt} représente le rendement du portefeuille de marché au temps t . La moyenne et la variance du modèle du terme d'erreur s'expriment ainsi : $E(\varepsilon_{it}) = 0$ et $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_{it}}^2$.

Même si le premier modèle est considéré comme plus simple, il manque de sensibilité puisque la variance des rendements anormaux n'est pas réduite. Choisir un modèle plus sophistiqué comme le « market model » permet ainsi de réduire la variance en considérant la corrélation du rendement de l'action avec le rendement du marché (Campbell, Wen-Chuan, MacKinlay,

1997). Cela permet d'accroître la capacité du modèle à détecter les effets d'un évènement. Le deuxième modèle peut donc être considéré comme étant plus précis. De plus, MacKinlay (1997) évoque qu'une analyse des coefficients de corrélation (R^2) permet d'estimer la pertinence de chaque modèle. Les coefficients résultant de la régression linéaire permettent d'évaluer le bénéfice à utiliser le « market model » plutôt que le « constant mean return model ». Plus la valeur de R^2 est élevée, plus la réduction de la variance des rendements anormaux est élevée et plus intéressante est la méthode. A l'inverse, un faible coefficient de corrélation implique que la variance des rendements anormaux sera élevée par rapport aux rendements espérés.

Les modèles économiques limitent les paramètres des modèles statistiques pour procurer des modèles de rendements anormaux plus limités. Parmi ces modèles économiques, MacKinlay (1997) évoque deux modèles : le Capital Asset Pricing Model ou CAPM et l'Abritage Pricing Theory ou APT.

Le modèle CAPM se base sur le « market model » en ajoutant une composante relative au taux d'intérêt sans risque. Le modèle APT est un modèle linéaire multifactoriel. Ces facteurs permettent la prise en compte de divers facteurs macroéconomiques qui influencent l'estimation des rendements.

Le modèle de marché ou « market model » est l'une des méthodes les plus utilisées lorsque des études d'évènement sont effectuées. Cette méthode est la plus simple parmi les modèles statistiques et économiques évoqués et la précision du modèle égale celle des autres (MacKinlay, 1997). C'est pour ces raisons que nous calculons les rendements normaux espérés grâce à ce modèle.

Dans ce modèle, les rendements espérés sont calculés grâce à une combinaison linéaire aux rendements du marché. Comme nous calculons les rendements d'indices et non d'actions spécifiques, il n'existe pas de portefeuille de marché correspondant. C'est pour cette raison que nous décidons d'utiliser un indice auquel les cinq indices nationaux sont corrélés pour nous servir de proxy dans nos calculs. Pour remplacer un portefeuille de marché, nous

utilisons les rendements de l'indice boursier européen ESTX50 EUR. Les rendements observés sont calculés grâce aux cours historiques de l'indice obtenus sur Yahoo Finance.

Section 2 : Estimation des paramètres

Après avoir choisi le modèle que l'on va appliquer pour obtenir les rendements espérés, nous allons estimer les paramètres du modèle de marché sur base des rendements calculés aux dates de la fenêtre d'estimation.

Néanmoins, même si la volatilité des rendements peut être définie grâce aux rendements passés du même titre, la volatilité est variable et a tendance à être plus largement dépendante du temps. Dans l'estimation de nos paramètres, il est donc également important de prendre en compte des dépendances temporelles possibles. Pour cela, nous allons prendre en compte une composante de la famille ARCH dans notre modèle. L'acronyme ARCH signifie Autoregressive Conditional Heteroscedasticity et représente un modèle mis en évidence par l'économiste Engle en 1982. Les modèles ARCH présument que la variance des termes d'erreur est une fonction des erreurs des périodes précédentes. Ces dépendances temporelles sont donc relatives aux carrés des erreurs. Dans notre cas, nous supposons que les termes d'erreur sont caractérisés par un modèle GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity). Le modèle qui définit les rendements des indices est donc le suivant :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + a_t$$

$$a_t = \sigma_t \epsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 a_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q a_{t-q}^2$$

Où ϵ_t est une séquence de variables aléatoires indépendantes et identiquement distribuées de moyenne nulle et de variance égale à 1, $\alpha_0 > 0$ et $\alpha_i \geq 0$ pour $i > 0$. Ces conditions assurent l'existence de la variance inconditionnelle des erreurs.

Nous utilisons le logiciel R afin d'effectuer les calculs. Dès que les paramètres ont été estimés, nous calculons les rendements normaux espérés durant la fenêtre d'évènement grâce à la formule: $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + a_t$

Nous pouvons maintenant également calculer les rendements anormaux (ou « abnormal returns » en littérature anglo-saxonne) le jour du jackpot et les trois jours suivants l'évènement en utilisant la formule : $\widehat{AR}_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} - a_t$

Où $\widehat{AR}_{it}, R_{it}, E(R_{it})$ représentent respectivement le rendement anormal, le rendement observé et enfin le rendement normal de l'indice i au temps t .

Le rendement anormal est égal au terme d'erreur du modèle de marché. Donc, si l'hypothèse nulle est respectée, c'est-à-dire si le jackpot de l'EuroMillions n'a aucune influence sur les rendements des indices nationaux, alors les rendements anormaux doivent être normalement distribués et présenter une moyenne nulle et une variance égale à $\sigma_{\varepsilon_i}^2$. En réalité, MacKinlay (1997) énonce que lorsque l'hypothèse nulle tient, la variance est égale à $\sigma^2(\widehat{AR}_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right]$. Le terme L_1 représente la durée de la fenêtre d'estimation. Le terme $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ découle d'une erreur d'échantillonnage lors de l'estimation des paramètres α_i et β_i . Cependant, lorsque L_1 est suffisamment grand, le terme $\frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right]$ tend vers 0 et dès lors, la variance tend vers $\sigma_{\varepsilon_i}^2$. Dans notre cas, on peut évaluer notre fenêtre d'estimation comme étant assez large pour nous permettre de considérer que sous l'hypothèse nulle, nous avons :

$$\widehat{AR}_{it} \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_i}^2).$$

Chapitre 4 : Agrégation des rendements anormaux

Durant l'étape précédente, nous avons calculé les rendements anormaux des indices le jour de l'évènement ainsi que les jours qui suivent le jackpot. Malheureusement, l'analyse des rendements anormaux individuels ne permet pas de tirer de conclusions pertinentes. Pour permettre une meilleure compréhension de l'influence de ces résultats sur nos indices, nous allons rassembler les résultats obtenus pour chaque évènement en une seule valeur. Cette valeur est le rendement anormal agrégé \overline{AR}_t pour chaque évènement.

Nous avons analysé les annonces de jackpot dans cinq pays différents durant les dernières années. Nous avons sélectionné 10 dates pour les années 2013 et 2014. Notre échantillon d'évènements est constitué de 50 évènements.

Puisque le but de notre analyse est de déterminer l'influence des jackpots sur les cours boursiers de cinq indices, nous divisons notre échantillon d'évènement en dix sous-ensembles représentant chacun un évènement spécifique, ici un jour de jackpot déterminé. Comme les dates de l'EuroMillions sont les mêmes pour tous les pays sélectionnés, nous obtenons donc dix sous-ensembles composés de cinq indices nationaux chacun. Les rendements agrégés sont donc calculés selon la formule pour l'évènement X (où X représente chacune des dates sélectionnées auxquelles un tirage de l'EuroMillions a lieu) :

$$\overline{AR}_t(X) = \frac{1}{5} \sum_{i=1}^5 \widehat{AR}_{it}$$

Les variances de ces rendements agrégés sont également pertinentes pour déterminer si l'hypothèse nulle est à confirmer ou à rejeter.

$$Var(\overline{AR}_t(X)) = \frac{1}{5^2} \sum_{i=1}^5 \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Après avoir calculé ces rendements anormaux, nous allons les cumuler sur la période de la fenêtre d'évènement. Les rendements agrégés cumulés se définissent comme suit :

$$\widehat{CAR}_i(t_1, t_2) = \sum_{t=0}^3 \widehat{AR}_{it}$$

Où t_1 et t_2 sont respectivement le premier jour et dernier jour de la période sur laquelle le cumul des rendements agrégés est calculée.

Cette étape permet de déterminer si l'effet de l'évènement sur les cours boursiers se prolonge pendant les jours suivant l'évènement.

Chapitre 5 : Test des mesures

Arrivés à cette étape, il convient de faire le point sur ce qui a été fait précédemment. Grâce au modèle de marché, nous avons établi les rendements normaux espérés pour chaque indice sélectionné pour la période d'évènement. Par la suite, nous avons pu calculer les rendements anormaux ainsi que les rendements anormaux agrégés et cumulés. Il nous reste à vérifier notre hypothèse initiale, à savoir vérifier si les jackpots de l'EuroMillions influencent les

rendements des indices boursiers des pays concernés par ce jeu de loterie. Pour pouvoir tester l'hypothèse nulle, nous devons encore estimer la valeur de variance des rendements anormaux $\sigma_{\varepsilon_i}^2$. Pour obtenir cette valeur, nous utilisons la formule de la variance décrite par le modèle de marché, à savoir :

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{180 - 2} \sum_{t=-180}^{-1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} - \hat{\alpha}_t)$$

Pour tester notre hypothèse nulle H_0 , pour chaque pays X, nous vérifions que les tests θ_x de chaque pays suivent une loi normale de moyenne nulle et de variance 1. Les mesures de ces tests se construisent selon la formule suivante :

$$\theta_x = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}}$$

Chapitre 6 : Présentation et analyse des résultats

Pour réaliser nos calculs mesurant les rendements anormaux des cinq indices nationaux sur la période d'évènement ainsi que nos tests, nous avons utilisé le logiciel R ainsi qu'Excel. L'annexe 1 détaille les résultats que nous avons obtenus pour les 10 évènements en termes de rendements agrégés ainsi que les rendements agrégés cumulés. Nous avons analysé les rendements anormaux agrégés, simples et cumulés, obtenus durant notre étude. Les statistiques sont reprises dans la Figure 5 :

	\overline{AR}_{it}	\overline{CAR}_{it}
Moyenne	-0,020	-0,068
Ecart-type	0,329	0,559

Figure 5 : Statistiques des rendements anormaux et rendements anormaux cumulés (en %)

Ce tableau nous permet de réaliser que même si les valeurs entre rendements anormaux et rendements anormaux cumulés changent ; celles-ci restent tout de même dans le même ordre de grandeur. L'analyse des moyennes permet également de constater que les rendements anormaux fluctuent autour de zéro sur les périodes d'évènement. Par contre, les moyennes montrent un effet négatif des évènements sur les indices boursiers lors des périodes. Ce comportement peut être observé sur la figure suivante (Figure 6) qui présente la courbe de

distribution normale. On peut y déceler un décalage entre le comportement des rendements anormaux associés à notre analyse et les valeurs d'une loi normale de moyenne nulle et de variance 1. En effet, le marché semble de manière générale fonctionner à moindre régime les jours suivants un jackpot.

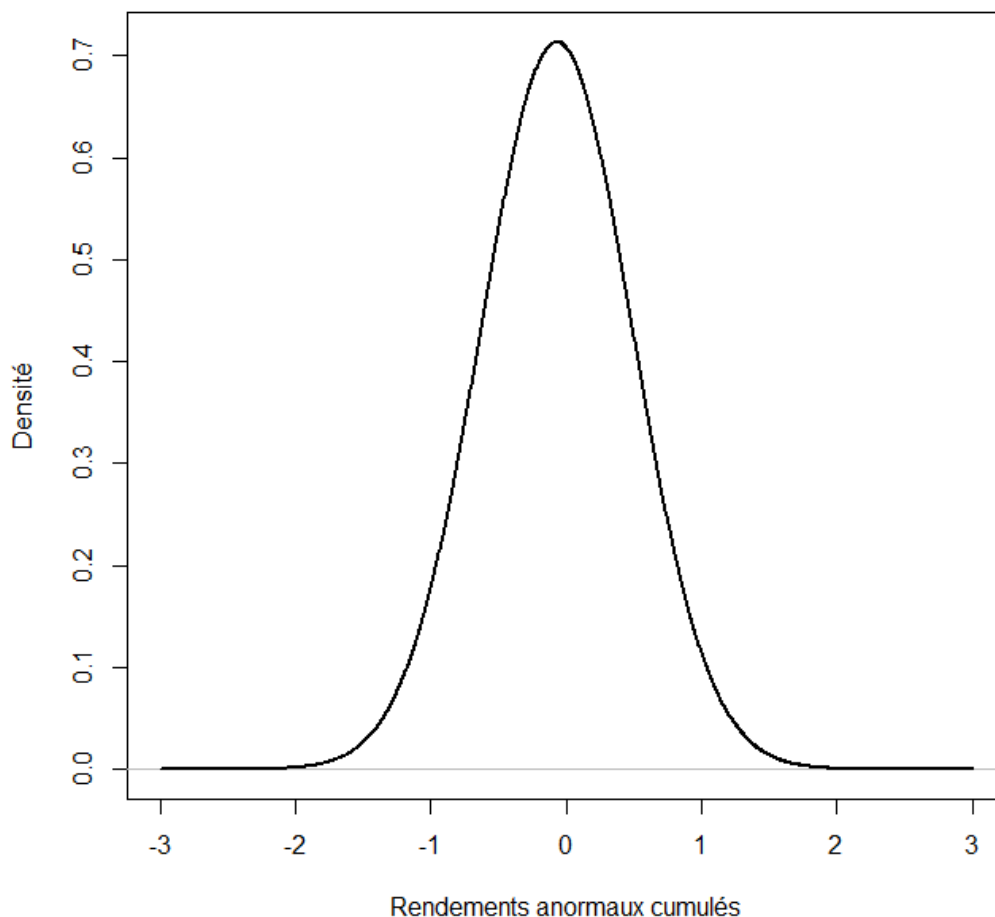


Figure 6 : Loi normale suivant les statistiques des rendements anormaux cumulés

Malgré cette baisse d'engouement sur les marchés financiers, il convient de rester prudent avec nos conclusions. Les résultats obtenus ne nous permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle. Pour écarter l'hypothèse nulle, les rendements anormaux doivent être significativement différents de zéro. Or, nous pouvons voir dans la Figure 7 que les rendements anormaux cumulés restent proches de zéro. Les nombres de 0 à 3 représentent le jour de l'évènement (0) ainsi que les jours suivant l'évènement (1 à 3).

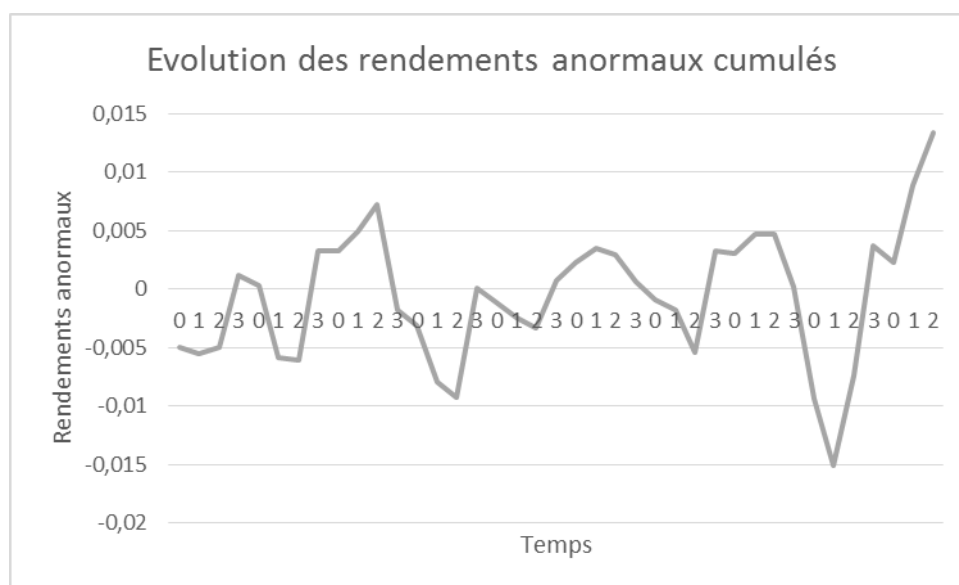


Figure 7 : Evolution temporelle des rendements anormaux cumulés

Ces observations peuvent être confirmées par des tests statistiques. Dans notre analyse, nous utilisons un t-test pour permettre de rejeter ou non l'hypothèse initiale, selon laquelle les résultats de l'EuroMillions n'influencent pas les cours boursiers. Dans l'annexe 2, nous pouvons voir les statistiques de test pour l'ensemble des rendements anormaux agrégés et rendements normaux agrégés cumulés sur les périodes des dix événements sélectionnés. Si la valeur statistique d'un test est supérieure à la valeur repère de 1.96, nous pouvons conclure que le test est significatif et par là, rejeter l'hypothèse nulle à un niveau de certitude de 95%. Dans notre cas, nous pouvons voir qu'aucune des valeurs de l'ensemble des rendements anormaux ne dépasse la valeur repère de 1.96.

Au niveau global des résultats, nous pouvons analyser les tests statistiques :

$$\theta_x = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} = \frac{-0.068}{0.559} = -0.122$$

Au niveau de confiance de 95%, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse initiale. Nos résultats ne nous permettent donc pas de prouver une distorsion de l'hypothèse semi-forte de l'efficience de marché. En conclusion, il semble que l'annonce des jackpots de l'EuroMillions n'ait pas d'influence sur l'activité financière et ne crée pas de variations significatives des prix des cinq indices boursiers.

Chapitre 7 : Conclusion

Grâce à notre analyse, nous pouvons donc constater qu'un faible pessimisme apparaît dans le comportement des investisseurs les jours suivants les dates de tirage sélectionnés. Nous pouvons donc considérer que les jackpots de l'EuroMillions ont un effet négatif sur l'activité financière et plus précisément, sur les cours boursiers des pays concernés par le jeu.

Malgré tout, il convient de rester prudent face à ces résultats. Comme nous l'avons vu, nos résultats ne sont pas assez significatifs pour pouvoir rejeter l'hypothèse nulle, selon laquelle les indices boursiers ne sont pas influencés par les tirages de l'EuroMillions. Pour pouvoir rejeter cette hypothèse, les rendements anormaux cumulés doivent être s'écarter de 0. Or, nous avons pu observer que les rendements anormaux cumulés se rassemblent autour de 0.

De plus, l'analyse statistique renforce cette observation. Pour tester statistiquement notre hypothèse initiale, nous avons calculé les statistiques de test, dont la valeur doit être nulle lorsque l'hypothèse nulle est acceptée. Si la statistique de test est supérieure à 1.96, nous pouvons rejeter l'hypothèse avec un niveau de certitude de 95%. Comme nous pouvons le constater ci-dessous, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle H_0 :

$$\theta_x = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} = \frac{-0.068}{0.559} = -0.122$$

En conclusion, nous ne pouvons pas déduire une distorsion de l'hypothèse d'efficience de marché sur base de notre analyse. Il semble néanmoins qu'il y ait un faible effet négatif sur les prix des indices, les jours suivant un tirage mais cet effet est trop faible pour nous permettre de contester l'hypothèse d'efficience des marchés.

Partie 3 : Analyse des stratégies d'investissement des gagnants

Chapitre 1 : Introduction

Dans cette partie, nous allons examiner les stratégies d'investissement que proposent les gestionnaires de banques privées aux grands gagnants des jeux de loterie. Pour cela, nous avons eu accès à certaines informations confidentielles mises à notre disposition par la Loterie Nationale. De plus, nous avons rencontré des gestionnaires privés de trois grandes banques belges. Les retranscriptions des interviews se trouvent en annexes (Annexes 3, 4 et 5). Par souci de confidentialité, les noms de ces banquiers ainsi que la banque pour laquelle ils travaillent ne seront pas communiqués si nécessaire.

Les gagnants sont reçus, assistés et conseillés (hors stratégie d'investissement) par une cellule spéciale d'accompagnement, composée de trois personnes permanentes ainsi que de deux personnes supplémentaires en support. Le conseil en matière de gestion financière ne fait pas partie du mandat de la cellule d'accompagnement. En effet, la Loterie Nationale ne souhaite pas endosser cette responsabilité qui sort du contrat entre la Loterie Nationale et ses joueurs, limité à la mise en place d'un jeu d'argent. De plus, la Loterie Nationale n'a pas les compétences professionnelles en interne pour exercer cette activité en conseil financier. Néanmoins dans son rôle d'accompagnement, la Loterie Nationale facilite et supervise la prise en charge de la gestion du gain par des personnes compétentes. Sur base des caractéristiques personnelles des gagnants, la Loterie Nationale met à leur disposition les références d'organismes financiers spécialisés dans la gestion de fortune et organise avec les gagnants et l'institution choisie l'ouverture du compte qui recevra le gain ainsi que le premier rendez-vous. Pour les gains supérieurs à 1.000.000 euros, la Loterie Nationale encourage fortement le gagnant à s'adresser à un gestionnaire de fortune plutôt qu'à son banquier traditionnel afin de cloisonner la gestion de ce patrimoine et la gestion financière opérationnelle (au jour le jour). A posteriori, la Loterie Nationale s'assure de la bonne évolution banquier-gagnant tant auprès du gagnant que du banquier.

Lorsque la Loterie Nationale accueille les grands gagnants⁶, elle leur demande de remplir un questionnaire portant sur leurs premières réactions face à ce gain, sur cette nouvelle source d'argent et surtout sur comment ceux-ci envisagent d'utiliser ce montant.

Les grands gagnants répondent donc à ce questionnaire avant de choisir un banquier qui les aidera à investir leur argent. Sur les années 2013 et 2014, la Loterie Nationale a reçu 120 grands gagnants (c'est-à-dire ayant gagné des montants supérieurs à 250.000 euros) qui ont rempli ce questionnaire. Sur ces 120 gagnants, 24 ont gagné à l'EuroMillions, 3 au Joker +, 4 au Keno, 84 au Lotto belge et 5 au Super Lotto. Sur la Figure 8, nous pouvons observer le nombre de gagnants par jeu sur les années 2013 et 2014 :

	2013	2014	Total
Euromillions	16	8	24
Joker +	2	1	3
Keno	2	2	4
Lotto	58	26	84
Super Lotto	1	4	5
	79	41	120

Figure 8 : Répartition des gagnants par jeu

De plus, il est également intéressant d'analyser la répartition des gains parmi les gagnants. Sur la Figure 9, nous pouvons constater que les tranches de gain les plus représentées sont les « petits montants » (inférieurs à 2.000.000 euros). On voit néanmoins que certains gagnants ont remporté des montants « considérables » allant jusqu'à plus de 67.000.000 euros. La répartition des gains est donc très diversifiée. La stratégie que les gagnants vont adopter par la suite dépendra fortement du montant empoché.

⁶ La Loterie Nationale considère comme « grands gagnants » les gagnants de plus de 250.000 euros.

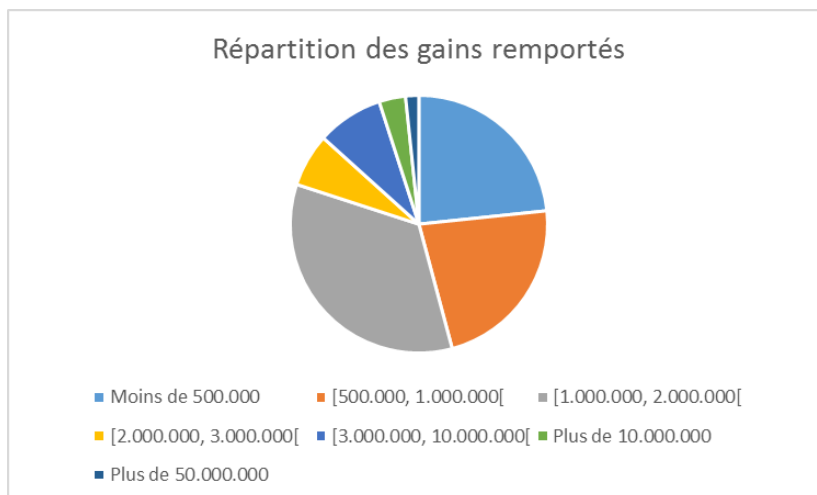


Figure 9 : Répartition des gains remportés par tranche de gains

Une des questions porte sur les projets initiaux des gagnants, avant leur rencontre avec les banquiers, de manière à dégager quelques pistes de réflexion. Pour cette question, la Loterie Nationale leur propose de choisir entre plusieurs réponses: achat d'une maison, achat d'un appartement, rénovation d'une maison, rénovation d'un appartement, achat d'une nouvelle voiture, épargne-pension, don aux enfants, don à une œuvre de charité, déménagement à l'étranger, voyages, autres. Les réponses à ce questionnaire sont très variées. Cela permet une première réflexion pour le gagnant quant à l'utilisation qu'il fera de la somme gagnée. Les réponses de 111 gagnants ayant répondu à cette question se présentent comme suit (Figure 10) :

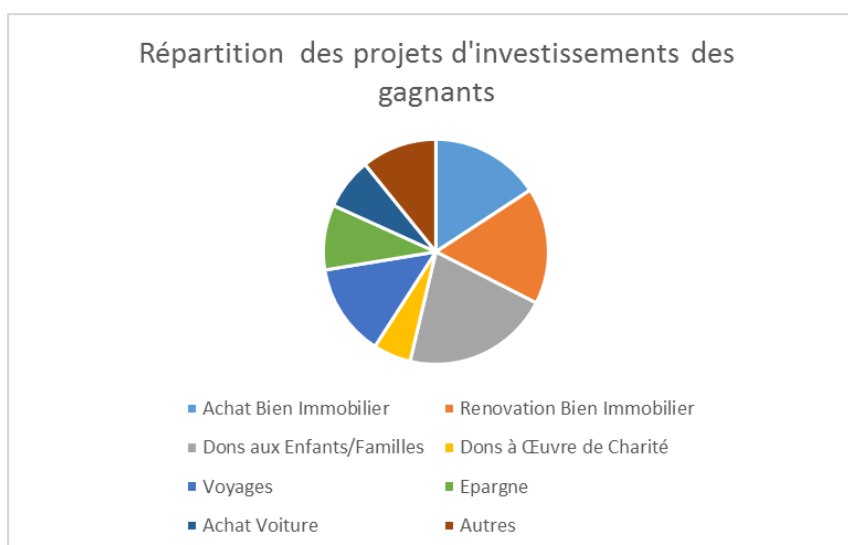


Figure 10 : répartition des projets d'investissement des gagnants

En plus de l'accompagnement psychologique, le rôle de la Loterie Nationale est de mettre les gagnants en contact avec les banquiers. Les gagnants vont donc rencontrer et se faire conseiller par un private banker qui les aidera dans la gestion de cette richesse inattendue. Ces conseillers vont développer une politique d'investissement basée sur leur profil de risque et leurs besoins actuels et futurs.

Le « private banking » en littérature anglosaxonne consiste en un large ensemble de services bancaires (dépôts et paiements), de gestion d'actifs, de services de courtage et de services de conseil fiscal et patrimonial.

Chapitre 2 : Profils des gagnants

Dans le livre « Les Millionnaires de la Chance », Michel Pinçon et Monique Pinçon-Charlot, sociologues, se sont intéressés au comportement des gagnants dont les gains atteignent entre 1 et 75 millions d'euros. Ils ont analysé l'impact qu'une telle somme d'argent a sur la vie quotidienne d'une personne. Cet effet des gains sur le quotidien des gagnants varie en fonction de leurs revenus antérieurs. Les joueurs vivants déjà une situation économique confortable ont tendance à mieux gérer ce choc soudain émotionnellement et économiquement. La plupart des gagnants sont de condition modeste. Et dans ce cas apparaît ce qu'on appelle « la métamorphose du pauvre en riche ».

De notre côté, nous avons étudié les données fournies par la Loterie Nationale.

Lorsque nous analysons les informations personnelles des questionnaires, nous pouvons déterminer le profil moyen des gagnants aux jeux de loterie en Belgique (Figures 11). Le profil moyen des gagnants sur les deux dernières années se résume comme étant un homme de plus de 55 ans. De plus, nous avons pu établir que les gagnants sont largement issus de milieu modeste (ouvriers, chômeurs, employés ou retraités).

Répartition par tranches d'âges

	2013	2014	Total
18-34	5	0	5
35-44	6	11	17
45-54	19	7	26
55+	44	18	62
Age Indeterminé	5	5	10
Total	79	41	120

Répartition par sexe

	2013	2014	Total
Homme	47	28	75
Femme	23	7	30
Groupe/Couple	6	5	11
Non déterminé	3	1	4
Total	79	41	120

Répartition par emploi

	2013	2014	Total
Employé	13	7	20
Etudiant	2	0	2
Profession libérale	11	7	18
Ouvrier	6	8	14
Retraité	31	8	39
Sans emploi	7	3	10
Autres	3	2	5
Non Donné	6	6	12
Total	79	41	120

Figures 11 : répartition par âge, par sexe et par emploi des gagnants de 2013 et 2014

De plus, la plupart déclarent avoir éprouvé un mélange de sentiments contradictoires à l'annonce de leur gain : une confusion entre sentiment de joie, de surprise et d'angoisse ou même de peur, dans certains cas. Comme la plupart des gagnants est d'origine modeste, il est déroutant pour eux d'apprendre l'arrivée subite d'une telle somme d'argent.

La plupart des gagnants, compte tenu de leurs origines modestes et de leur manque d'éducation académique, a peu de notion financière. Ils ne savent pas comment fonctionnent les marchés financiers, ce qu'est une action, une obligation, ce qu'implique une hausse ou baisse des taux d'intérêt. Les gestionnaires doivent donc leur expliquer en langage simple les instruments financiers qui se rapportent à la gestion de leur patrimoine. Ils essayent de les sensibiliser à la gestion et de leur expliquer l'avantage qu'ils ont à investir leur argent plutôt que de tout déposer sur un compte d'épargne.

Chapitre 3 : Rôle des banquiers privés

Le rôle des « private bankers » est essentiel dans l'adaptation des gagnants à leur nouveau train de vie et à tous les changements qui s'en suivent. La première rencontre entre les deux parties est donc cruciale : les banquiers doivent mettre les gagnants à l'aise, les rassurer ainsi

que leur expliquer leur métier. Il faut également les mettre en confiance avec le milieu du « private banking », qui est tout nouveau pour eux. Pour les gagnants, la situation n'est pas encore très concrète : ils ont du mal à croire qu'ils ont gagné, il faut également leur faire comprendre que cet argent est réel. Il n'y aura pas de réelle prise de décision de placement ou d'investissement à ce moment-là. Dans un premier temps, le montant est déposé sur un compte de dépôt sans risque, le temps que les gagnants se remettent de leurs émotions et qu'ils réfléchissent ce qu'ils veulent faire de la somme.

Ils choisissent généralement une banque privée ou le département « private banking » d'une banque traditionnelle plutôt que leur banque personnelle. Ce choix est souvent fait pour deux raisons : 1) l'anonymat que procure une banque privée et 2) la personne de contact qui a de l'expertise dans le domaine de l'investissement et avec qui ils lient une relation privilégiée et de confiance.

La personne de contact doit être un caméléon : en plus de les conseiller sur leurs investissements et leur nouveau patrimoine, celui-ci se doit de se mettre au niveau de ces clients particuliers, c'est-à-dire comprendre et s'imprégner de leurs objectifs et situation. Celui-ci doit s'investir personnellement dans la vie de ces nouveaux clients, s'intéresser et suivre leurs nouveaux projets. En effet, comme les gagnants veulent généralement garder l'anonymat, surtout par rapport à leur entourage, ils se trouvent souvent seuls face à cette nouvelle situation déroutante. Le gestionnaire sera donc là pour les écouter, partager leurs expériences et les rassurer quant à leurs inquiétudes sur le sujet.

Pour préserver leur anonymat, ils se contentent de plaisirs simples à court terme et n'ont donc pas besoin de disposer de toute la somme rapidement. Peu de grands projets sont prévus à court terme, pour éviter les questions venant de l'entourage proche. L'objectif à court terme est d'augmenter leur qualité de vie tandis qu'à long terme, ils espèrent améliorer le quotidien de leurs proches et assurer l'avenir de leurs familles et enfants. Le gestionnaire et le client mettent aussi en place des stratégies ou inventent excuses pour expliquer une dépense qui ne correspondrait pas au train de vie habituel du gagnant (arrêt de travail, achat d'une maison,...). Une des excuses fréquemment invoquée est l'héritage.

De plus, pour combler leur manque de connaissances financières, le gestionnaire va aussi leur expliquer progressivement les notions qui font donc partie du quotidien d'un investisseur : la

différence entre actions et obligations, l'influence des taux d'intérêt, les fonds et portefeuilles, etc.

Chapitre 4 : Stratégies d'investissement

S'ils n'ont pas de culture financière préalable, la stratégie reste très profil bas (low profile) avec peu de prise de risque. Le premier objectif de la politique d'investissement est de battre l'inflation pour éviter une dépréciation du capital principal. Le capital est conservé dans un but de transmission (aux enfants ou à des tiers). Le but premier est de sécuriser le patrimoine, tout en assurant des rentes régulières.

Avec ce profil très conservateur et peu enclin à prendre des risques, les gagnants investiront une majorité de leur patrimoine en obligations et la part restante en actions. On peut considérer que le portefeuille de placements typiques des grands gagnants se compose comme suit : 70-80% d'obligations et 30-20% d'actions. Les obligations sélectionnées sont généralement des obligations en ligne directe (soit des obligations corporate (avec des rendements autour de 3.5-4%) soit obligations en devises (1.5-2%)). Il faut convenir aussi de penser à des investissements simples et sécurisés tels que les assurances à taux fixes et les achats immobiliers.

Lorsque les gagnants ne développent pas d'intérêt particulier pour le domaine financier, la stratégie d'investissement n'évolue pas substantiellement. Il n'y a pas de vraie recherche de risque et le client reste d'habitude relativement conservateur au fil du temps. Il faut mieux rester sur une stratégie pas trop risquée qui promet des rendements stables pour ne pas créer d'insécurité auprès des gagnants. Si l'investissement fait des montagnes russes, cela risque de créer de l'angoisse. Parfois si les banquiers pensent que le client est prêt à prendre un peu plus de risques, il y a moyen d'ajouter un peu d'investissement en actions dans leur portefeuille de placement.

La politique d'investissement peut évoluer légèrement en fonction des conditions de marché mais rarement suite à un changement de profil de l'investisseur-même. Par exemple, lorsque

les taux d'intérêt descendent, les actions sont à privilégier. Les gestionnaires essayent donc de convaincre les gagnants de passer à une stratégie plus agressive en investissant dans un nombre plus important d'actions. Mais la stratégie reste habituellement la même : un minimum de risque avec des échéances qui répondent à leurs souhaits.

En parlant des grands gagnants aux jeux de loterie, on dit souvent que le modèle idéal est de « vivre avec les intérêts, pas le capital ». Les gagnants vivent avec les intérêts du capital et conservent le capital pour le transmettre à leurs enfants, réaliser des achats immobiliers ou faire face aux coups durs. Les personnes qu'on peut qualifier de vraiment riches sont celles qui sont capables de vivre des intérêts générés par les intérêts réinvestis produits par les investissements du capital initial.

Les nouveaux gagnants ont souvent du mal à se projeter dans l'avenir et à envisager une transmission de ce nouveau patrimoine. Il faut donc leur procurer une vision long terme de leurs investissements et introduire l'idée d'une transmission d'une partie de leurs avoirs à leurs ayants-droits ou autres. La stratégie qui leur est proposée doit donc inclure une part de gestion patrimoniale. La création d'une structure patrimoniale est importante de manière à protéger les enfants. Il faut également penser à protéger les enfants contre eux-mêmes et mettre des structures en place pour ne pas leur permettre de toucher à ce montant avant de remplir certaines conditions (par exemple, via l'approbation d'un tiers ou une limite d'âge à atteindre). De plus, il peut être fiscalement intéressant de transmettre une partie du patrimoine du vivant des parents. La fiscalité a un grand rôle à jouer dans le cas où une partie des gains est transférée aux enfants ou à d'autres membres de la famille ; ce qui implique un passage chez le notaire et a donc un impact sur la fiscalité. Les gains aux jeux de loterie ne sont pas taxés. Il n'y a pas non plus de plus-values sur les actions. En ce qui concerne la taxation des obligations, elle est gérée directement par la banque, à la source. La pérennité du capital doit devenir une priorité centrale pour eux et pour l'avenir de leurs ayants-droits.

Chapitre 5 : Analyse des comportements des gagnants

En analysant les comportements des gagnants, nous pouvons mettre en avant quatre biais comportementaux. Deux de ces biais portent sur les comportements des joueurs de jeux de hasard en général alors que les deux derniers touchent à leur stratégie d'investissement.

Premièrement, le biais de la confiance extrême apparaît : d'après les données de la Loterie Nationale, les hommes jouent plus que les femmes. Cela peut s'expliquer par une confiance extrême.

Deuxièmement, l'erreur du joueur est l'idée erronée que la probabilité d'un événement ou processus augmente ou diminue en fonction des occurrences précédentes alors que la probabilité reste fixe. Les joueurs de loterie sont généralement touchés par ce biais. En effet, les joueurs choisissent leur manière de jouer selon trois processus distincts :

- Soit les joueurs jouent une « grille porte-bonheur » à chaque fois en considérant qu'elle finira bien par tomber. Ces joueurs sont influencés par un biais nommé « illusion de contrôle ». En effet, en choisissant eux-mêmes les chiffres sur base de critères personnels, ils pensent être capables de contrôler l'évènement aléatoire que constitue le tirage d'un jeu de loterie et de pouvoir influencer sur l'issue du jeu.
- Soit ils prennent en compte les numéros tombés récemment et considèrent que comme ils ont été gagnants récemment, ils ne pourront plus être tirés à court terme. De ce fait, ils souffrent du biais de l'erreur du joueur en augmentant ou diminuant la perception qu'ils ont des probabilités des chiffres après chaque tirage.
- Soit ils choisissent les numéros de leur grille aléatoirement et dans ce cas, ne souffrent pas du sophisme du joueur.

Troisièmement, le comportement des gagnants face au milieu de l'investissement peut être comparé à l'influence du pessimisme sur les décisions prises par les investisseurs sur le marché financier. Lorsque les investisseurs sont de mauvaise humeur ou sont pessimistes, ils sont plus critiques et traitent l'information de manière analytique. Comme ils sont peu habitués au milieu de l'investissement, les gagnants restent prudents et développent un profil conservateur. A l'instar de l'influence du pessimisme sur les décisions financières, cette prudence conduit les investisseurs à faire une analyse plus détaillée de la situation et à évaluer de manière plus critique les alternatives de placement.

Finalement, lors de nos interviews avec les banquiers privés, ils ont déclaré que lorsqu'on demande aux investisseurs où ils veulent investir, leur première réaction est de vouloir placer l'argent sur un compte de dépôt. Nous pouvons considérer que cette réaction peut être due à un biais de familiarité. En effet, pour la plupart, n'ayant jamais investi avant, la source de

placement qui leur est la plus familière est le compte à vue. Ils ont donc tendance à penser directement à cette solution-là lorsque la question leur est posée.

Chapitre 6 : Conclusion

En analysant la stratégie d'investissement des gagnants ainsi que son évolution, nous constatons qu'en se formant davantage au milieu financier, le gagnant serait plus impliqué dans la politique d'investissement de son portefeuille. Il apprendrait également à mieux comprendre les risques des placements et ainsi pourrait donc se permettre de passer à une stratégie moins low profile qui comporterait plus de risque mais lui permettrait également d'obtenir de meilleurs rendements.

Nous avons pu également analyser les biais dont peuvent souffrir les investisseurs ayant gagné à un jeu de loterie, que ces biais soient relatifs aux joueurs de jeux de hasard en tant que tel ou qu'ils soient plutôt liés au comportement d'investisseur que le gagnant adopte après avoir perçu son gain.

Conclusion Générale

Ce travail a pour objectif d'analyser l'influence que les tirages de l'EuroMillions peuvent avoir sur les comportements des investisseurs. Pour cela, nous avons examiné les comportements des investisseurs existants sur le marché financier aux moments des tirages ainsi que les comportements des gagnants après qu'ils aient encaissé leur gain. Pour cela, nous avons procédé à une analyse empirique et une étude des stratégies d'investissement des gagnants.

Le but de notre analyse empirique était d'analyser la forme semi-forte de l'hypothèse d'efficience du marché grâce à une analyse d'évènement.

L'hypothèse d'efficience des marchés au sens semi-fort stipule que toutes les informations disponibles publiquement sont reflétées dans les prix instantanément. Cette hypothèse se base sur le fait que les marchés sont concurrentiels et efficaces, dominés par des agents rationnels qui cherchent à maximiser la rentabilité de leur investissement. La notion de rationalité des agents financiers implique que les marchés sont efficaces et que le prix d'un actif reflète sa valeur fondamentale.

Pourtant, nous avons constaté qu'il existe des investisseurs irrationnels qui ont des croyances biaisées et qui rendent les marchés inefficients. Cette inefficience pousse les prix des titres à s'éloigner de leur valeur fondamentale. La finance comportementale met en lumière et essaye d'expliquer ce phénomène d'irrationalité des investisseurs.

Cependant, les résultats de notre analyse empirique ne sont pas suffisamment significatifs pour que nous puissions contester l'hypothèse d'efficience semi-forte.

Ensuite, nous avons analysé les comportements d'investissement des gagnants aux jeux de loterie ainsi que les stratégies de placement qui correspondent à leur profil. Leur profil étant en général très conservateur et les individus manquant de formation financière, la stratégie reste simple et sécurisée : une majorité du portefeuille est investie dans des placements relativement sûrs (obligations, assurances à taux fixes, immobilier, etc.), une minorité est donc placée dans des actions et enfin, une partie sera allouée aux plaisirs quotidiens.

En analysant les biais cognitifs mis en évidence par la finance comportementale, nous avons constaté que les gagnants ont tendance à souffrir de quatre biais : le biais de la confiance extrême, le biais de l'erreur du joueur et l'illusion de contrôle, l'optimisme et enfin, le biais de familiarité.

Pour aller plus loin dans notre étude, il serait intéressant de ne pas se limiter aux jeux de loterie et de prendre en compte l'ensemble des jeux de hasard. Une autre piste pourrait d'analyser cet effet sur un marché plus large que le marché boursier européen.

Bibliographie

Baker, H.K., & Nofsinger, J.R. (2002). Psychological biases of investors. *The Financial Services Review*, 11(2002), 97-116.

Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market (Working Paper n°13189). National Bureau of Economic Research. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w13189>

Barber, B.M., & Odean, T. (1999). The courage of misguided convictions : the trading behavior of individual investors. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 41-55.

Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys : Gender, overconfidence and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.

Barberis, N., & Huang, M. (2001). *Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns* (Working Paper n°8190). National Bureau of Economic Research. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w8190>

Barberis, N., & Thaler, R. (2002). *A survey of behavioral finance* (Working Paper n°9222). National Bureau of Economic Research. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w9222>

Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 1053-1128). USA : Elsevier Science B.V.

Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.

Belsky, G., & Gilovich, T. (1999). *Why smart people make big money mistakes –and how to correct them. Lessons from the various concepts of new science of Behavioral Finance*. USA : Simon and Schuster.

Bernouilli, D. (1738). *Hydrodynamica, sive de viribus et motibus fluidorum commentarii: Opus academicum ab auctore, dum Petropoli ageret, congestum*.

- Bernstein, P.L. (1998). *Against the Gods : the remarkable story of risk*. USA : John Wiley & Sons Inc.
- Bessire, D. (1999). De la création de valeur à sa répartition. *L'Expansion Management Review*, 101-106.
- Blume, M.E., & Fama, E.F. (1966). Filter rules and stock-market trading. *The Journal of Business*, 39(1), 226-241.
- Campbell, J.Y., Wen-Chuan, A., & MacKinlay, A. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. USA : Princeton University Press.
- Chandra, A. (2008). Decision making in the stock market : Incorporating psychology with Finance. National Conference on Forecasting Financial Markets of India. New Delhi
- Cutler, D.M., Katz, L.F., Card, D., & Hall, R.E. (1991). Macroeconomic Performance and the disadvantaged. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991(2), 1-74.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*, 3(6), 1839-1885.
- De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S.K. (2008). Behavioral Finance : Quo Vadis. *The Journal of Applied Finance*, 18(2), 7-21.
- De Bondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact ?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., & Waldmann, R.J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *The Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738.
- Edmans, A., Garcia, D., & Norli, O. (2007). Sports sentiment and stock returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1967-1998.
- Fama, E.F. (1965). The behavior of stock market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets : A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Festinger, L., Riecken, H.W., & Schachter, S. (1956). *When prophecy fails*. USA : University of Minnesota Press.

Frazzini, A. (2006). The disposition effect and underreaction to news. *The Journal of Finance*, 61(4), 2017-2046.

French, K.R., & Poterba, J.M. (1991). Were Japanese stock prices too high ?. *The Journal of Financial Economics*, 29(2), 337-363.

Friedman, M. (1953). The Methodology of Positive Economics. In D.M. Hausman, *The Philosophy of Economics : An Anthology* (pp.145-178).

Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 311-339.

Grossman, S.J., & Stiglitz, J.E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.

Henderson, P.W., & Peterson, R.A. (1992). Mental accounting and categorization. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 51(1), 92-117.

Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good day sunshine : Stock returns and the weather. *The Journal of Finance*, 58(3), 1009-1032.

Huberman, G. (2001). Familiarity breeds investment. *Review of Financial Studies*, 14(3), 659-680.

Institut National de la Santé et de la Recherche Médicale (Inserm). (2008). *Jeux de hasard et d'argent : Contextes et Addictions*. France : Les Editions Inserm.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers : Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (2001). Profitability of momentum strategies : An evaluation of alternative explanations. *The Journal of Finance*, 56(2), 699-720.

Jeng, L., Metrick, A., & Zeckhauser, R. (1999). *The profits to insider trading : A performance-evaluation perspective* (Working paper n°6913). National Bureau of Economic Research. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w6913>

- Jensen, M.C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *The Journal of Financial Economics*, 6(2-3), 95-101.
- Kahneman, D., & Riepe, M.W. (1998). Aspects of investor psychology : Beliefs, preferences, biases investment advisors should know about. *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1971). Belief in law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105-110.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty : Heuristics and biases. *Sciences*, 185(4157), 1124-1131.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory : An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Keynes, J.M. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. France : Payot.
- Kishore, R. (2004). Theory of Behavioral Finance and its application to property market : A change in paradigm. *Australian Property Journal*, 38(2), 105-110.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Mackinlay : MacKinlay, C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research : Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Nofsinger, J.R. (2001). *Investment madness : How psychology affects your investing – and what to do about it*. USA : Pearson Education.
- Nofsinger, J.R. (2002). *Investment Blunders of the Rich and Famous – and what You Can Learn from Them*. USA : FT Press (Pearson Education Inc.)

- Orléan, A. (2004). Effcience, finance comportementale et convention : Une synthèse théorique. In R. Boyer, M. Dehove & D. Plihon (Eds.), *Les crises financières* (pp. 241-270). France : La Documentation française.
- Parikh, P. (2011). *Value investing and Behavioral Finance*. New Delhi : Tata Mcgraw Hill.
- Pinçon, M., & Pinçon-Charlot, M. (2010). *Les Millionnaires de la Chance : Rêve et Réalité*. Paris : Editions Payot & Rivages.
- Pompian, M.M. (2006). *Behavioral Finance and wealth management*. USA : John Wiley & Sons.
- Rabin, M. (2002). A perspective on psychology and economics. *European Economic Review*, 46(4), 657-685.
- Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
- Roll, R. (1988). The international crash of October 1987. *Financial Analysts Journal*, 44(5), 19-35.
- Rozeff, M.S., & Kinney, W.J. (1976). Capital market seasonality : The case of stock returns. *The Journal of Financial Economics*, 3(4), 379-402.
- Saunders, E.M. (1993). Stock prices and Wall Street weather. *The American Economic Review*, 83(5), 1337-1345.
- Scharfstein, D.S., & Stein, J.C. (1990). Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, 80(1), 465-479.
- Schindler, M. (2007). *Rumors in financial markets : Insights into Behavioral Finance*. USA : John Wiley & Sons Ltd.
- Seyhun, H.N. (1998). *Investment intelligence from insider trading*. USA : MIT Press.
- Shafir, E., & Tversky, A. (1992). Thinking through uncertainty : Nonconsequential reasoning and choice. *Cognitive Psychology*, 24(4), 449-474.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond greed and fear : Understanding Behavioral Finance and the psychology of investing*. USA : Oxford University Press.

- Shefrin, H.M., & Thaler, R. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. *Quasi Rational Economics*, 91-126.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 127-151.
- Shiller, R.J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ?. *The American Economic Review*, 71(3), 421-436.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets : An introduction to behavioral finance*. USA : Oxford University Press.
- Slovic, P. (1972). Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making. *The Journal of Finance*, 27(4), 779-799.
- Subrahmanyam, A. (2007). Behavioral Finance : A review and synthesis. *The European Financial Management*, 14(1), 12-29.
- Tchemeni, E., & Mai, H.M. (1997). Prévion de résultats par les dirigeants. Impact informationnel sur les cours et les volumes. *Revue économique*, 48(1), 123-145.
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. (1988). Anomalies : the winner's curse. *The Journal of Economics Perspectives*, 2(1), 191-202.
- Thaler, R. (1999). Mental accounting matters. *The Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R. (2005). *Advances in Behavioral Finance, Volume II*. USA : Princeton University Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, S251-S278.

Van Eaton, R. D. (1999). Stock price adjustment to the information in dividend changes. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(2), 113-134.

Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1953). *Theory of games and economic behavior*. Oxford : Oxford University Press.

Welch, I. (2000). Herding among security analysts. *The Journal of Financial Economics*, 58(3), 369-396.

Annexes

Annexe 1 :

	Day Relative	AR	CAR
Evènement 1	0	-5,61474E-03	-5,61474E-03
	1	6,60897E-04	-4,95384E-03
	2	-5,11731E-04	-5,46557E-03
	3	4,78837E-04	-4,98673E-03
Evènement 2	0	1,24339E-03	1,24339E-03
	1	-9,68358E-04	2,75033E-04
	2	-6,09370E-03	-5,81867E-03
	3	-2,82999E-04	-6,10167E-03
Evènement 3	0	3,24103E-03	3,24103E-03
	1	8,40396E-05	3,32507E-03
	2	1,58859E-03	4,91367E-03
	3	2,32357E-03	7,23724E-03
Evènement 4	0	-1,74775E-03	-1,74775E-03
	1	-1,37570E-03	-3,12346E-03
	2	-4,83443E-03	-7,95789E-03
	3	-1,29368E-03	-9,25157E-03
Evènement 5	0	4,41291E-05	4,41291E-05
	1	-1,18758E-03	-1,14345E-03
	2	-1,25547E-03	-2,39892E-03
	3	-8,74707E-04	-3,27363E-03
Evènement 6	0	7,44704E-04	7,44704E-04
	1	1,57680E-03	2,32150E-03
	2	1,21643E-03	3,53793E-03
	3	-5,64532E-04	2,97340E-03
Evènement 7	0	6,04666E-04	6,04666E-04
	1	-1,51371E-03	-9,09048E-04
	2	-9,06285E-04	-1,81533E-03
	3	-3,64394E-03	-5,45927E-03
Evènement 8	0	3,31287E-03	3,31287E-03
	1	-2,16991E-04	3,09588E-03
	2	1,64862E-03	4,74450E-03
	3	-5,28773E-05	4,69162E-03
Evènement 9	0	0,000154535	0,000154535
	1	-0,00947025	-0,00931571
	2	-0,00578311	-0,01509883
	3	0,007696671	-0,00740216
Evènement 10	0	0,003768616	0,003768616
	1	-0,00152234	0,002246273
	2	0,006667713	0,008913986
	3	0,004479957	0,013393942

Annexe 2 :

	Day Relative	AR	Significativité	CAR	Significativité
Evènement 1	0	-5,61474E-03	-1,70803E-02	-5,61474E-03	-1,00505E-02
	1	6,60897E-04	2,01048E-03	-4,95384E-03	-8,86748E-03
	2	-5,11731E-04	-1,55671E-03	-5,46557E-03	-9,78348E-03
	3	4,78837E-04	1,45664E-03	-4,98673E-03	-8,92636E-03
Evènement 2	0	1,24339E-03	3,78245E-03	1,24339E-03	2,22570E-03
	1	-9,68358E-04	-2,94579E-03	2,75033E-04	4,92315E-04
	2	-6,09370E-03	-1,85373E-02	-5,81867E-03	-1,04155E-02
	3	-2,82999E-04	-8,60895E-04	-6,10167E-03	-1,09221E-02
Evènement 3	0	3,24103E-03	9,85937E-03	3,24103E-03	5,80152E-03
	1	8,40396E-05	2,55652E-04	3,32507E-03	5,95195E-03
	2	1,58859E-03	4,83257E-03	4,91367E-03	8,79557E-03
	3	2,32357E-03	7,06841E-03	7,23724E-03	1,29548E-02
Evènement 4	0	-1,74775E-03	-5,31674E-03	-1,74775E-03	-3,12852E-03
	1	-1,37570E-03	-4,18495E-03	-3,12346E-03	-5,59106E-03
	2	-4,83443E-03	-1,47066E-02	-7,95789E-03	-1,42448E-02
	3	-1,29368E-03	-3,93544E-03	-9,25157E-03	-1,65605E-02
Evènement 5	0	4,41291E-05	1,34243E-04	4,41291E-05	7,89920E-05
	1	-1,18758E-03	-3,61267E-03	-1,14345E-03	-2,04680E-03
	2	-1,25547E-03	-3,81920E-03	-2,39892E-03	-4,29413E-03
	3	-8,74707E-04	-2,66090E-03	-3,27363E-03	-5,85987E-03
Evènement 6	0	7,44704E-04	2,26542E-03	7,44704E-04	1,33304E-03
	1	1,57680E-03	4,79668E-03	2,32150E-03	4,15553E-03
	2	1,21643E-03	3,70043E-03	3,53793E-03	6,33297E-03
	3	-5,64532E-04	-1,71733E-03	2,97340E-03	5,32244E-03
Evènement 7	0	6,04666E-04	1,83942E-03	6,04666E-04	1,08236E-03
	1	-1,51371E-03	-4,60478E-03	-9,09048E-04	-1,62721E-03
	2	-9,06285E-04	-2,75696E-03	-1,81533E-03	-3,24948E-03
	3	-3,64394E-03	-1,10850E-02	-5,45927E-03	-9,77222E-03
Evènement 8	0	3,31287E-03	1,00779E-02	3,31287E-03	5,93010E-03
	1	-2,16991E-04	-6,60097E-04	3,09588E-03	5,54169E-03
	2	1,64862E-03	5,01517E-03	4,74450E-03	8,49275E-03
	3	-5,28773E-05	-1,60855E-04	4,69162E-03	8,39810E-03
Evènement 9	0	0,000154535	4,70104E-04	0,000154535	2,76622E-04
	1	-0,00947025	-2,88089E-02	-0,00931571	-1,66753E-02
	2	-0,00578311	-1,75925E-02	-0,01509883	-2,70272E-02
	3	0,007696671	2,34136E-02	-0,00740216	-1,32500E-02
Evènement 10	0	0,003768616	1,14643E-02	0,003768616	6,74590E-03
	1	-0,00152234	-4,63104E-03	0,002246273	4,02088E-03
	2	0,006667713	2,02835E-02	0,008913986	1,59562E-02
	3	0,004479957	1,36282E-02	0,013393942	2,39754E-02

Annexe 3 : Interview n°1

1) Quelles/combien sont les catégories/types de gagnants que vous recevez ?

Une grande majorité des grands gagnants sont d'origine modeste. Ce sont souvent des couples où un des individus a gagné. Les deux sont donc concernés par les gains vu que ceux-ci ne sont pas toujours bien informés au sujet de la séparation de biens. Les couples n'ont dès lors pas de contrat de séparation de biens ou sont en communauté de biens.

2) Comment se passe la première rencontre avec le grand gagnant ?

Premièrement, la rencontre se fait soit en fonction d'où le client habite soit un des agences de la banque (Wavre, Liège,...) soit à Bruxelles. D'habitude, la deuxième solution est choisie pour préserver l'anonymat des gagnants, ceux-ci préfèrent venir à la banque de Bruxelles. L'objectif du gestionnaire lors de ce rendez-vous est de mettre le client à l'aise et en confiance. Comme il est souvent impressionné et désorienté par le montant qu'il vient de remporter, il faut le rassurer. Pour lui, ce n'est pas encore très concret comme situation, il a du mal à croire qu'il a gagné, il faut également lui faire comprendre que cet argent est réel. Lors de la première rencontre, la première étape est l'ouverture d'un compte de dépôt. Ce numéro de compte sera communiqué à la Loterie Nationale qui transfèrera alors la somme gagnée. Lorsque l'argent a été viré, une deuxième rencontre sera prise pour décider des priorités et motivations personnelles du gagnant. Il faut qu'il réalise qu'il a deux options devant lui : soit son train de vie ne pourra pas changer trop sensiblement s'il désire garder l'anonymat (à moins de changer de région). Une des principales préoccupations des clients à ce moment-là est de protéger ses enfants (contre les enlèvements par exemple).

Les gagnants choisissent normalement une banque et restent avec eux jusqu'à la fin surtout pour raison de relation de confiance et d'anonymat. La plupart d'entre eux viennent de petits villages et évitent les banques locales de peur que le village soit au courant de leur identité et de leur changement de situation financière. Ils choisissent généralement une banque de gestion ou banque privée plutôt que leur banque personnelle. Ce choix est souvent fait pour deux raisons : 1) l'anonymat que procure une banque privée et 2) la personne de contact qui a de l'expertise dans le domaine de l'investissement et avec qui ils lient une relation privilégiée et de confiance. La personne de contact doit être un caméléon : en plus de les conseiller sur leurs investissements et leur nouveau patrimoine acquis subitement, celui-ci se doit de se

mettre au niveau de ces clients particuliers (s'intéresser mais surtout comprendre et s'imprégner de leurs objectifs et situation). Celui-ci doit s'investir personnellement dans la vie de ces nouveaux clients (aller voir leur maison, s'intéresser et suivre leurs nouveaux projets). En effet, comme les gagnants veulent généralement garder leur anonymat, surtout par rapport à leur entourage, ils se trouvent souvent seuls face à cette nouvelle situation déroutante. La gestionnaire sera donc là pour les écouter à propos de leur expérience et les rassurer quant à leurs inquiétudes sur le sujet. Mais cela n'est pas tout, comme ils ont souvent un manque d'éducation, particulièrement au niveau financier (ils ont souvent du mal à gérer leurs argents), le gestionnaire va aussi leur apprendre le domaine de l'investissement, lui offrir une éducation financière.

- 3) Pour les différentes catégories, quelles sont les différentes stratégies d'investissement que vous proposez aux gagnants ? Comment définissez-vous quel pourcentage de leurs gains ils investissent et dans quels genres d'investissement? Comment définissez-vous quelle partie/rente ils doivent/veulent recevoir ?

Les gagnants ont souvent des profils très prudents, ce qui résulte en un petit nombre d'actions seulement. Les stratégies restent très low profile/bas profil avec entre 70-80% d'obligations et 30-20% d'actions. Il faut aussi laisser de la place aux assurances à taux fixes et aux achats immobiliers. Cela reste toujours relativement simple et sécurisé.

Ils établissent les besoins et objectifs du client pour établir le rendement attendu. Même si cela dépend du montant du gain perçu, les gagnants peuvent s'attendre à un niveau de 3 à 5 mille euro par mois.

Le premier objectif de la stratégie est de battre l'inflation pour éviter une dépréciation du capital principal. Le capital se conserve dans un but de transmission (à des enfants ou tiers).

- 4) Comment se passe la première étape/rencontre pour la somme à investir ?

Le gestionnaire et le client regardent d'abord ensemble le pourcentage actions/obligations et quand ceci a été fixé, il faut établir vers quelles obligations/actions se pencher. Cette première étape prend du temps (parfois de 6 mois à 1 an): il faut analyser, réfléchir, discuter. Comme l'éducation financière des gagnants est habituellement minimale, il y a peu de risque pris et cela reste un profil très prudent.

- 5) Comment évolue leur démarche financière ? Est-ce que l'investissement est progressif ? Au début, tout est sur un compte, après que font-ils ? Quelle est la démarche ?

Lorsque les gagnants n'ont pas d'intérêt dans le domaine financier, la stratégie d'investissement n'évolue pas. Il n'y a pas de vraie recherche de risque et le client reste d'habitude relativement protecteur au fil du temps. Il faut mieux rester sur une stratégie pas trop risquée qui promet des rendements stables pour ne pas paniquer le client. Si l'investissement fait des montagnes russes, cela risque de paniquer l'investisseur qui n'est pas habitué au monde financier.

- 6) Y a-t-il une différence sur la vision long terme/court terme de leur investissement en fonction des catégories de gagnants ?

Les nouveaux gagnants ont souvent du mal à se projeter et à penser à une transmission de ce nouveau patrimoine. Il faut donc leur procurer une vision long terme de leur montant et de leur introduire l'idée d'une transmission d'une partie à leurs ayant-droits ou autres. La structure qui leur est proposée doit donc inclure une part patrimoniale.

L'épanouissement peut également augmenter le niveau de vie des gagnants et de leur entourage, ce qui permet à tout le cercle d'avoir une vision à long terme (frères, sœurs s'épanouissent)

- 7) Comment arriver vous à aligner l'idée d'un placement à long terme et de créer un patrimoine pour le gagnant avec ses objectifs personnels (attentes, projets, désirs)?

Cette idée d'alignement entre le long terme et les objectifs personnels se fait par le principe de rente. Allouer certaines sommes à certains objectifs et grâce aux rentes des investissements, arriver à réaliser ces différents projets. Il faut considérer cela comme « plusieurs comptes ». Par exemple :

- Un compte d'épargne
- Le principal, le capital même
- L'objectif immobilier
- Le compte cash (compte pour les dépenses quotidiennes)

Grâce aux revenus obtenus par le placement du principal (plus-values, dividendes), cela va permettre d'alimenter les autres comptes et dans ce cas-ci, d'alimenter le compte épargne, donner de l'argent pour acheter une maison et augmenter le compte cash.

Comme la plupart des gagnants désirent garder l'anonymat et sont également coincés par leur éducation, ils auront généralement des plaisirs simples à court terme et n'ont donc pas besoin d'une fortune à court terme. Peu de grands projets sont prévus à court terme, sous peine de questions de l'entourage. L'objectif à court terme est de profiter tous les jours alors qu'à long terme, ils espèrent augmenter l'environnement autour d'eux ainsi que penser au futur de leur famille et enfants.

- 8) Le choc de passage d'un monde à un autre peut être abrupt. Comment les préparer vous à aborder ce changement ? Ont-ils la possibilité d'avoir une formation accélérée sur l'investissement ?

Au départ pour les aider à aborder ce changement, ils se rencontrent toutes les semaines. La présence est essentielle car les gagnants ne peuvent d'habitude en parler à personne d'autre. Cela nécessite de beaucoup les rassurer et de les conseiller sur comment garder ce gain privé.

Le gestionnaire met aussi en place avec le client des stratégies/excuses pour expliquer telle ou telle dépense/événement qui sortirait du mode de vie habituel du gagnant (arrêt de travail, achat d'une maison,...) un des exemples fréquents est l'héritage.

Peu arrêtent leur travail car le problème est que ça fait se poser des questions à l'entourage et que de plus, il faut trouver une nouvelle occupation. Certains ont travaillé toute leur vie et cela ferait un vide dans leur vie, créerait un déséquilibre, un choc pour eux. La plupart garde leur boulot mais certains qui n'aimaient pas leur emploi ou si celui-ci était dur décident quand même de démissionner. Cette décision dépend également de la somme gagnée.

Il n'y a pas de réelle formation donnée. Les informations dont ils ont besoin pour comprendre le monde de l'investissement sont données par les private bankers directement. Les gagnants ne sont pas souvent intéressés par ce monde-là. Donc même si on les pousse à savoir quelques notions au début, à leur expliquer les bases, ils ne désirent que rarement approfondir ou s'impliquer plus (manque d'intérêt dans le sujet).

- 9) « On vit avec les intérêts, pas le capital » Cette phrase a-t-elle du sens pour vous par rapport aux stratégies que vous proposez ?

L'objectif principal des stratégies est de battre l'inflation pour construire et au moins, garder intact le capital. Les gagnants vivent avec les intérêts du capital alors que le capital a pour objectif d'être transmis aux enfants.

- 10) Les gagnants, souvent modestes, ont des relations parfois compliquées avec les banquiers avant de gagner le jackpot, se sentant dominés/pas pris au sérieux/intimidés ? Est-ce que ceux-ci montrent parfois des signes de ressentiment/d'hostilité lors de vos premières rencontres ?

Ils sont parfois méfiants mais pas hostiles. Les banques doivent être la référence, leur servir de support. La personne de contact a donc un rôle crucial pour rassurer le client et le mettre à l'aise. La tenue de caméléon est donc essentielle pour arriver à les comprendre. Ce rôle a un vrai côté humain et de soutien psychologique. Il est essentiel qu'une relation de confiance se construise (aller boire un verre, voir où ils habitent)

- 11) La gestion de fortune ne consiste pas seulement à les conseiller en manière d'investissement mais également pour des questions fiscales et planification successorale. Quelle est la stratégie de votre banque face à ces questions ?

La création d'une structure patrimoniale est importante de manière à protéger les enfants mais également les enfants contre eux-mêmes. Une partie est déjà versée sur le moment mais des structures sont mises en place ne permettant pas aux enfants de toucher ce montant, de le dépenser, même en cas de décès des parents (par exemple, via l'approbation d'un tiers, garder un œil par le biais d'une structure précise). C'est de plus fiscalement intéressant de transmettre une partie du patrimoine du vécu des parents.

Les gains sur les jeux de loterie ne sont pas fiscalement taxables. Il n'y a également pas de plus-values sur les actions. En ce qui concerne la taxation sur les obligations, elle est gérée directement par la banque, à la source.

- 12) Les grands gagnants sont souvent dit être soit très flambeurs soit extrêmement prudents ? Voyez-vous aussi cette catégorisation durant vos rencontres ?

Les gens essaient souvent de rester anonymes et de ce fait, restent prudents sur les dépenses. De plus, la plupart sont parents et essaient donc d'agir en « bon père » de famille et de faire perdurer la somme. Leur objectif est donc de vivre bien au jour le jour sans excès.

Annexe 4 : Interview n°2

Remarque : ce banquier n'a reçu qu'un couple de gagnants.

1) Quelles/combien sont les catégories/types de gagnants que vous recevez ?

Chez ce banquier, tous les gagnants qu'il a reçus sont issus du milieu ouvrier. Les couples sont d'habitude plus rationnels car ils se calment et se rassurent l'un l'autre. Les gagnants sont jeunes (entre 30 et 40 ans). Une des deux personnes a des parents qui sont indépendants, elle a donc un peu des notions de business et a la tête plus sur les épaules. Le fait d'être deux pour la prise de décision après avoir gagné un tel montant est bénéfique car les décisions ne seront prises que si les deux donnent leur approbation.

2) Comment se passe la première rencontre avec le grand gagnant ?

Les gagnants viennent directement après leur rencontre avec la Loterie Nationale. Ils sont traumatisés, n'arrivent pas à y croire. Il faut qu'il digère la nouvelle et qu'ils prennent en considération l'impact que cet apport d'argent aura sur leurs vies. Comme ils sont encore sous le choc, la première rencontre consiste à expliquer le fonctionnement de la banque, du private banking en général. Le gestionnaire leur explique aussi rapidement les concepts de placements, actions, obligations, etc. A ce stade de la relation, il faut surtout les rassurer par rapport à la solidité de la banque. Il faut aussi les forcer à se poser et réfléchir à ce qu'ils veulent faire avec leur argent. Il faut aussi refréner leurs dépenses pour les éléments extérieurs de richesse s'ils veulent garder leur anonymat. Le gestionnaire leur a conseillé de partir en vacances après l'annonce de leurs gains pour leur permettre de relativiser et de prendre de la distance par rapport à la situation.

3) Pour les différentes catégories, quelles sont les différentes stratégies d'investissement que vous proposez aux gagnants ? Comment définissez-vous quel pourcentage de leurs gains ils investissent et dans quels genres d'investissement? Comment définissez-vous quelle partie/rente ils doivent/veulent recevoir ?

La stratégie de la banque par rapport aux grands gagnants est de les faire investir dans de la gestion discrétionnaire par étapes ou tranches. Quelques temps après l'investissement d'une première tranche (10-15% du montant gagné), une deuxième puis une troisième tranche seront investies. Entretemps, le reste du montant, qui n'est pas investi, reste en cash. Ce système par tranches permet de limiter les risques. Une partie est également investie en immobilier ou en dotation aux proches et familles. Il faut leur apprendre à relativiser la perte de leur investissement. En effet, les fonds peuvent parfois avoir des rendements négatifs et il faut les rassurer à ce propos. De manière à leur permettre de relativiser la perte, il faut investir progressivement, par tranches. Les sorties d'argent servent aux dotations, aux voyages, etc. Une bonne diversification est également importante. Un autre aspect de leur stratégie est de limiter les risques. Par rapport aux gagnants de l'EuroMillions, une stratégie avec peu de risques est d'abord préconisée.

L'argent est donc investi par étapes dans les fonds de la banque. La moitié de la somme est gardée en cash. Comme il vise une stratégie avec peu de risque, la majorité de la somme restante est investie en obligations sans risque (avec garantie d'état, ou d'entreprises connues mais donc avec quasiment pas de risque). Le reste se compose d'actions.

4) Comment se passe la première étape/rencontre pour la somme à investir ?

La première étape est d'établir les buts des gagnants, dans quoi pensent-ils dépenser leur argent. Par exemple, l'immobilier, l'achat d'un nouveau véhicule, dotations à la famille, etc. Une deuxième étape est de créer un compte pour que l'argent soit transféré. Le transfert prend quelques jours. En tant que gestionnaire, il faut établir une relation de confiance avec les clients ; il faut également pouvoir dire non quand leurs idées d'investissement manquent de fondements (prêt à un tiers ou investissement dans le business d'un proche par exemple).

Une relation continue est importante : avoir des rendez-vous ou coups de fil réguliers est important pour se tenir au courant et maintenir la relation. Les clients ont également accès aux résultats de leur portefeuille d'investissement dans les fonds de la banque grâce à Internet.

5) Comment évolue leur démarche financière ? Est-ce que l'investissement est progressif ? Au début, tout est sur un compte ? Après, que font-ils ? Quelle est la démarche ?

Les gagnants, comme d'origine modeste, ont tendance à ne rien connaître au patrimoine immobilier, actions, obligations, etc. Il faut donc leur introduire les bases de la finance et du placement.

A chaque rendez-vous, on les « instruit » et réexplique le concept et la stratégie de leur portefeuille. Même s'ils écoutent bien pendant ces rencontres, il n'y a guère d'intérêt de leur part pour la finance. Une autre chose importante à leur expliquer est la situation de l'environnement économique actuel et donc du marché. Ces gagnants-ci ont un intérêt dans l'immobilier, c'est donc important pour eux d'investir dans ce domaine. Le gestionnaire a donc pris cet aspect en considération.

6) Quelles sont les autres étapes de la construction de leur statut d'investisseur?

Dans ce cas-ci, comme l'investissement est effectué par tranches, les étapes suivantes seront donc l'investissement des tranches restantes. Comme leur intérêt se porte également sur l'immobilier, une plus grande partie sera investie dans des placements immobiliers.

7) Y a-t-il une différence sur la vision long terme/court terme de leur investissement en fonction des catégories de gagnants ?

Avoir ce genre de somme signifie avoir une vision sur le long terme. De plus, les performances des fonds de la banque se situent sur des horizons moyens (10 ans). Comme le profil de leur investissement n'est pas trop risqué, l'horizon minimum est de 2 ans.

8) Comment arriver vous à aligner l'idée d'un placement à long terme et de créer un patrimoine pour le gagnant avec ses objectifs personnels (attentes, projets, désirs)?

Comme ils sont jeunes et veulent avoir des enfants, leurs besoins à court terme se résume plutôt à acheter une maison, à se faire plaisir. Comme ils préfèrent construire, cela prendra du temps.

Pour chaque déplacement, l'approbation des deux personnes du couple est nécessaire. Cela leur assure une sorte de protection contre eux-mêmes et contre les dépenses non réfléchies.

Une des gros problématiques des grands gagnants est de savoir s'ils arrêtent ou non de travailler. S'ils décident d'arrêter, une autre question se pose : Que faire de mon temps ? Il faut dès lors qu'ils essayent de trouver une passion, de rester occupés.

- 9) Le choc de passage d'un monde à un autre peut être abrupt. Comment les préparer vous à aborder ce changement ? Ont-ils la possibilité d'avoir une formation accélérée sur l'investissement ?

Pas de réelle formation proposée mais le gestionnaire leur rappelle les bases de l'investissement et la stratégie de leur portefeuille à chaque rencontre. Par ailleurs, ils sont peu intéressés par le monde de la finance.

- 10) « On vit avec les intérêts, pas le capital » Cette phrase a-t-elle du sens pour vous par rapport aux stratégies que vous proposez ?

Une des bases à expliquer aux clients est que leur objectif est de vivre avec les intérêts de leurs placements. Le but est de ne toucher au capital que pour les achats d'immobilier. Les personnes qu'on peut qualifier de vraiment riches sont ceux qui sont capables de vivre des intérêts que leur apportent les intérêts du capital initial investi. Il est tout à fait possible de vivre « sans limite » en utilisant que les intérêts du capital investi. Il faut également penser à pérenniser ce capital pour les enfants, etc. Le capital sert à investir alors que les intérêts servent à profiter.

- 11) Les gagnants, souvent modestes, ont des relations parfois compliquées avec les banquiers avant de gagner le jackpot, se sentant dominés/pas pris au sérieux/intimidés ? Est-ce que ceux-ci montrent parfois des signes de ressentiment/d'hostilité lors de vos premières rencontres ?

Le fait qu'ils aient affaire à des « private bankers » plutôt qu'à leurs banquiers habituels les rassure. Ils sont conseillés par la Loterie Nationale vers des banques sérieuses et qui sont qualifiées dans la gestion de fortune et la gestion privée.

Ils peuvent être intimidés, c'est donc important de les rassurer et de se mettre à leur niveau, de s'adapter aux clients. Avoir une relation personnalisée et de confiance est également crucial. Comme ils ne connaissent pas le milieu de la finance, rien ne sert d'employer des mots sophistiqués et très particuliers à ce domaine avec eux, il faut donc éviter les termes financiers compliqués (option put, futures,...) Il faut essayer de réduire la distance entre le gestionnaire et les clients et s'adapter à leur éducation. Il faut également, et ceci est d'une importance maximale, savoir leur dire non.

12) La gestion de fortune ne consiste pas seulement à les conseiller en manière d'investissement mais également pour des questions fiscales et planification successorale. Quelle est la stratégie de votre banque face à ces questions ?

Le client amène les fonds et c'est au gestionnaire de les gérer par rapport au profil d'investissement qu'ils ont établi. Le gestionnaire est donc mandaté pour gérer l'argent apporté.

La banque prévoit également du conseil patrimonial. Il est important de penser d'anticiper les coûts de succession, de penser au régime de communauté et autres. Les clients ont rendez-vous avec un juriste pour toutes sortes de conseil patrimonial (contrat de mariage, donations, successions et décès). Ils créent des scénarios à partir de certaines variables (âge, enfants, région, patrimoine financier, contrat matrimonial, etc.) et en fonction de cela, on voit ce que cela implique pour les enfants au décès de leurs parents. Les juristes de la banque ne font que ce genre de travail. Ils sont donc spécialistes en tout ce qui touche les questions légales autour de la gestion de fortune.

13) Les grands gagnants sont souvent dit être soit très flambeurs soit extrêmement prudents ? Voyez-vous aussi cette catégorisation durant vos rencontres ?

Il faut parfois un peu les calmer, les faire relativiser mais cela ne fait pas d'eux des flambeurs. Il faut faire attention aux éléments extérieurs d'une nouvelle richesse (achat d'une voiture de sport) qui risqueraient de trahir leur anonymat. Partir en vacances dans des pays exotiques peut être une meilleure solution pour vivre mieux sans pour autant changer son statut économique face à son entourage. Un autre point d'honneur est de pouvoir prendre soin de sa santé.

Annexe 5 : Interview n°3

1) Quelles/combien sont les catégories/types de gagnants que vous recevez ?

Il n'a reçu à présent que des gagnants modestes (presqu'entre quart monde et modeste). La plupart se sentent mal d'avoir gagné. Au niveau comportemental, ils subissent d'abord une

phase d'euphorie lorsqu'ils apprennent le gain et puis s'en suit une prise de conscience et une période d'angoisse. La plupart n'ont quasiment pas dormi pendant 4-5 jours. Il leur faut un peu de temps pour prendre du recul et analyser la situation. Souvent les gagnants sont très modestes, ils n'ont pas de voiture et viennent donc en train jusque chez le private banker. Vu l'origine modeste des gagnants, la plupart ont un rapport particulier à l'argent, particulièrement les personnes âgées. Certains aimeraient avoir toute la somme en cash pour que ça devienne réel. Ceci n'est pas possible avec les règles bancaires actuelles, il faut donc négocier avec le client.

2) Comment se passe la première rencontre avec le grand gagnant ?

La première rencontre se fait avec l'équipe de la Loterie Nationale. Un rendez-vous avec le private banker se fait après cette rencontre. Le rôle de la Loterie Nationale est de mettre les deux parties en contact et de conseiller aux gagnants un banquier qui leur correspond. Dans le suivi des gagnants, la Loterie Nationale a un réel rôle de suivi psychologique.

La première rencontre comporte plusieurs étapes. La première est de les rassurer et de les écouter. Une bonne écoute est essentielle lors du premier rendez-vous. Il n'y aura pas de réelle prise de décision de placement ou d'investissement à ce moment-là. Le montant est d'abord dans un premier temps mis sur un compte de dépôt sans risque, le temps qu'ils se remettent de leurs émotions et qu'ils réfléchissent ce qu'ils veulent faire de la somme. Souvent il n'y a pas de réel intérêt émanant des clients par rapport aux marchés financiers, placements et stratégies d'investissement. Ils n'ont aucune culture et éducation financière préalable.

3) Pour les différentes catégories, quelles sont les différentes stratégies d'investissement que vous proposez aux gagnants ? Comment définissez-vous quel pourcentage de leurs gains ils investissent et dans quels genres d'investissement? Comment définissez-vous quelle partie/rente ils doivent/veulent recevoir ?

La stratégie principale est une stratégie sans réel risque pour le client. Le but est de sécuriser leur argent, tout en assurant des rentes régulières pour le client. Les gestionnaires établissent donc une sorte de rente avec une structure particulière qui permet des échéances en ordre pour couvrir les besoins du client. Ils proposent des placements sans risque réel avec une durée mesurée en fonction des besoins spécifiques de chacun. Comme ils n'ont pas de

culture financière/d'investissement préalable, la stratégie reste très profil bas (low profile) avec peu de risque/ très sûre. Dans ces cas-là, le rôle du banquier et de la Loterie Nationale est très important car construire une relation de confiance est primordiale et cette relation doit être développée avec soin (aller voir la maison, l'environnement du client). Il est également important de les protéger contre eux-mêmes et l'extérieur, ne pas donner accès à toute la somme directement par exemple.

4) Comment se passe la première étape/rencontre pour la somme à investir ?

Le profil de ces nouveaux investisseurs est d'habitude extrêmement prudent. La première étape est donc de placer l'argent sur un compte d'épargne/d'attente, un compte assez classique qui ne rapporte rien. Après cela, une discussion prend place quant à leurs objectifs et besoins (ex : nouvelle maison, voiture, etc) Il n'a jamais rencontré de personnes voulant faire d'achat substantiel avec leur somme. La plupart décide de garder le même mode de vie, de continuer à vivre dans leur habitation. La plupart garde également leurs emplois. Les placements sont faits après cette discussion. Ils sont très low profile pour garantir un bon niveau de revenu et permettre aux clients de vivre avec les revenus de ces placements sans toucher au capital.

5) Comment évolue leur démarche financière ? Est-ce que l'investissement est progressif ? Au début, tout est sur un compte, après que font-ils ? Quelle est la démarche ?

A part pour un individu qui a pris goût au domaine de l'investissement, la démarche financière des autres gagnants ne changent quasiment pas dans le temps. L'investissement peut changer de manière légère en fonction des conditions de marché surtout plus que par rapport à un changement de profil de l'investisseur-même. Par exemple, lorsque les taux d'intérêt descendent, il vaut mieux privilégier les actions. Les gestionnaires essayent donc de convaincre les gagnants de passer à une stratégie avec un nombre d'actions plus important qu'auparavant. La plupart du temps concernant les profils modernes, les banquiers essayent de placer dans des portefeuilles avec entre 100% et 80% d'obligations, le reste étant alloués à des actions. Les obligations sélectionnées sont des obligations en ligne directe (soit des obligations corporate (3.5-4%) soit obligations sur devise (1.5-2%)). Jamais de Sicav. Parfois s'ils voient que le client est prêt à prendre un peu plus de risque, il y a moyen d'ajouter un peu

d'équité dans leur portefeuille de placement ou d'augmenter la part d'actions qu'ils détiennent.

Mais la stratégie reste habituellement la même : un minimum de risque avec des échéances qui répondent à leur souhait.

Il a eu un cas où un client s'est vraiment intéressé à la démarche d'investisseur et qui s'est renseigné sur les tactiques possibles. Dans ce cas-là, son profil a évolué. Celui-ci avait un travail qui demandait de la réflexion et il a pris un réel intérêt dans le placement de son argent. Son profil de risque a donc changé. Il a maintenant une part d'actions plus importante et un profil plus balancé et risqué.

6) Quelles sont les autres étapes de la construction de leur statut d'investisseur ?

La stratégie d'investissement se divise en plusieurs étapes. Premièrement, les gestionnaires mettent en place un scénario macro (analyse la situation économique : l'inflation, les intérêts,...). Puis, en fonction de la situation économique et personnelle du client (aversion au risque), un pourcentage actions/obligations sera choisi. Après cela, il faut faire attention à la granularité des investissements (Europe, USA, zones émergentes, Asie) et enfin finalement, il faut choisir dans quel secteur investir (pharmaceutique, IT, Food & Beverages, industrie, télécom,...) et aux valeurs cycliques ou défensives.

7) Y a-t-il une différence sur la vision long terme/court terme de leur investissement en fonction des catégories de gagnants ?

Les gagnants, comme généralement modestes, ont une vision très court terme de l'usage qu'ils veulent faire de leurs gains. En effet, leur vision de la vie elle-même est habituellement court terme. Il faut donc leur apprendre à penser dans le long terme, les placer dans un cadre de planification et de planification patrimoniale. La pérennité du capital doit devenir un point important pour eux et pour l'avenir de leurs ayant-droits. Le passage du court terme au long terme pour eux se fait par la planification de rentes et revenus à échéances.

8) Comment arriver vous à aligner l'idée d'un placement à long terme et de créer un patrimoine pour le gagnant avec ses objectifs personnels (attentes, projets, désirs)?

Ils ont une idée de cash immédiat mais il faut penser à faire fructifier le patrimoine. Les actions et obligations ont souvent un horizon entre 5-10 ans, ce qui leur paraît parfois long et l'intérêt de cet horizon dépend fort de l'âge du gagnant (pas très intéressant si 90 ans).

- 9) Le choc de passage d'un monde à un autre peut être abrupt. Comment les préparer vous à aborder ce changement ? Ont-ils la possibilité d'avoir une formation accélérée sur l'investissement ?

La plupart des gagnants, dus à leurs origines modestes et leur manque d'éducation, ont peu de notion financière. Ils ne savent pas comment fonctionnent les marchés financiers, ce qu'est une action, une obligation, ce qu'implique une hausse ou baisse des taux d'intérêt. Les gestionnaires doivent donc leur expliquer en langage simple les instruments financiers qui touchent à la gestion de leur patrimoine. Il faut essayer de les sensibiliser à la gestion et leur expliquer l'avantage à placer leur argent plutôt que de tout déposer sur un compte épargne. Ils ne proposent pas de formation au sens propre, c'est au chargé de relation d'essayer d'accompagner le client et de lui introduire l'univers de la finance et si celui-ci a un intérêt de l'éduquer au monde financier de manière plus approfondie. Il est important de toujours leur expliquer les différentes étapes entreprises et de les prendre en main et les amener à s'intéresser.

Les résultats de ces explications simplifiées sont multiples. Certains après les explications des gestionnaires comprennent quelques notions sur l'investissement et sur ce que devient leur argent. La plupart ne prennent aucun intérêt dans la finance et arrivent à peine à comprendre la différence entre une obligation et une action. Et dans de rares cas, la personne prend un véritable intérêt dans le domaine d'investissement et devient un investisseur avisé.

- 10) Les gagnants, souvent modestes, ont des relations parfois compliquées avec les banquiers avant de gagner le jackpot, se sentant dominés/pas pris au sérieux/intimidés ? Est-ce que ceux-ci montrent parfois des signes de ressentiment/d'hostilité lors de vos premières rencontres ?

Il n'a jamais vécu d'hostilité dans ses rencontres avec les gagnants. Ceux-ci peuvent être désarçonnés par le gain soudain. Les gagnants manquent parfois de recul, la rencontre avec le banquier se passe très rapidement après le gain et le travail psychologique n'a pas encore

été complété (angoisse par rapport au gain et à l'entourage). Le rôle de la Loterie Nationale est donc cruciale à ce moment-là et le service d'aide aux gagnants a donc un côté psychologique. Le service les aide également à choisir une banque qui leur convient.

Ils peuvent être intimidés par les bureaux, le personnel, ils ont parfois un sentiment d'écart avec leur réalité personnelle (ce n'est pas mon monde). La personne de contact/ le chargé de relation fera donc la différence. Il est très important qu'une relation de confiance et d'écoute s'établisse rapidement.

11) La gestion de fortune ne consiste pas seulement à les conseiller en manière d'investissement mais également pour des questions fiscales et planification successorale. Quelle est la stratégie de votre banque face à ces questions ?

Les clients ont besoin d'aide en termes de gestion patrimoniale et successorale. Car gérer un jackpot nécessite de penser à ses ayant-droits et comment leur léguer une partie du gain de manière optimale. L'aide fiscale va de pair avec la structure de placement choisie. La fiscalité a un grand rôle à jouer dans le cas où une partie des gains est transféré aux enfants ou autres membres de la famille (en effet, cela implique un passage chez le notaire et à un impact sur la fiscalité).

12) Les grands gagnants sont souvent dit être soit très flambeurs soit extrêmement prudents ? Voyez-vous aussi cette catégorisation durant vos rencontres ?

Il n'a jamais rencontré de gagnants flambeurs.