

# Sélection d'OPCVM, l'apport de la finance émotionnelle

La sélection d'OPCVM par les investisseurs professionnels s'appuie sur différentes méthodes. Les émotions et plus généralement l'affect jouent un rôle capital dans la prise de décision. Ce que démontre la thèse de Philippe Sarica, professeur du centre de formation de la SFAF.

La méthode quantitative, la plus utilisée pour sélectionner les OPCVM, est aussi celle qui a donné lieu au plus grand nombre de recherches universitaires. L'étude des performances, du risque, mais aussi de la performance relativement au risque a ouvert la voie de la théorie moderne du portefeuille et de ses applications.

Une seule mesure qui permettrait de prévoir le comportement futur d'un portefeuille est sans contestation un idéal pour tout chercheur ou investisseur. William Sharpe a le premier essayé avec son célèbre ratio<sup>1</sup>. Mais on a vite compris le peu de robustesse d'un tel outil. Tous les autres moyens de type quantitatif ont également échoué à prédire la performance et les risques futurs. Ces mesures fournissent toutefois une information essentielle sur la manière dont les portefeuilles ont été gérés. L'enquête que nous avons réalisée dans le cadre de notre recherche<sup>2</sup> a montré que peu de ratios classiques étaient considérés comme importants par les investisseurs professionnels français et que leur utilisation essentielle était la présélection au sein de l'univers des choix.

Bien sûr, les analyses qualitatives de l'OPCVM, de son gérant et de la société de gestion apportent de nombreuses informations complémentaires. Mais comme le soulignent les sélectionneurs professionnels, la personnalité du gérant et ses compétences émotionnelles sont importantes dans le processus de sélection<sup>3</sup>. Les émotions et plus généralement l'affect jouent un rôle capital dans la prise de décision.

## EMOTIONS AND PERSONALITY IN PORTFOLIO MANAGEMENT

*Security portfolio managers selection uses both quantitative and qualitative methods. Quantitative tools are often criticized. Affect and personality guide our investment decision process. In order to understand the weight of emotions and personality in portfolio management, we asked 30 security portfolio managers to take both an emotional quotient test (Bar-On) and a personality test (NEO-PI-R). The results of these tests were put together with portfolio ratios of the managed funds for 3 year period (May 2009 to May 2012).*

*Philippe Sarica, PhD  
www.revueanalysefinanciere.*

## QUAND DAMASIO RENCONTRE ELLIOT

Antonio Damasio, à partir du cas de l'accident de Phineas Gage<sup>4</sup>, et en étudiant un certain nombre de patients victimes de lésions cérébrales (cas d'Elliot<sup>5</sup>) a démontré l'importance des phénomènes émotionnels dans la décision.

En 1848, Phineas Gage dirige une équipe travaillant sur la voie de chemin de fer en Nouvelle-Angleterre. Face à la nécessité de détruire un bloc rocheux, il se charge en personne de réaliser l'opération en passant la poudre dans le trou prévu à cet effet, à l'aide d'une barre de fer longue de 1,10 m, de 3 cm de diamètre et pesant 6 kg. Malheureusement la poudre explose alors que Phineas ne s'est pas encore mis à l'abri. La barre lui traverse le crâne en entrant par la joue gauche. Contre toute attente, Phineas se remet de ses blessures et paraît, à première vue, en possession de tous ses moyens. Mais l'avenir révèle un comportement tout à fait différent : s'il semble toujours en possession de son intelligence, il est incapable de gérer sa vie privée, son argent, il perd son emploi et mène une vie instable jusqu'à sa mort en 1861.



**PHILIPPE SARICA, "LA FINANCE ÉMOTIONNELLE"**, a effectué sa carrière dans la finance et dans l'assurance. Dans le cadre de ses fonctions de financier dans l'assurance, puis comme multigérant, il a pratiqué la sélection d'OPCVM pendant plus de vingt-cinq ans. Ingénieur de l'École navale, il est membre qualifié de l'Institut des actuaire français, membre de la SFAF, où il enseigne la finance comportementale et la sélection de gérants dans le cadre du CIWM. Il a soutenu une thèse de doctorat sur l'apport de la finance émotionnelle dans la sélection des gérants.

## Le cas d'Elliot

L'ablation d'une partie de son lobe frontal suite à une tumeur semble n'avoir laissé aucune séquelle. Elliot est resté tout à fait intelligent, en pleine possession de ses moyens. Il connaît tous les détails de l'actualité et paraît même comprendre les méandres de la conjoncture économique.

En revanche, sa vie personnelle semble prise dans une tourmente. Depuis son opération, il est incapable de gérer son emploi du temps, on ne peut plus compter sur lui pour exécuter un travail donné au moment où on en a besoin. Une fois déchargé de ses activités professionnelles, Elliot s'est lancé dans des opérations financières douteuses, qui l'ont ruiné. Du côté de sa vie privée, la situation n'est pas meilleure. Il a vécu un premier divorce, puis un bref mariage et un nouveau divorce. C'est alors qu'Antonio Damasio a rencontré Elliot. Ses médecins voulaient savoir si son changement de personnalité était réellement mala-

► dif. Un problème pratique se posait en effet : il ne réussissait pas à obtenir d'allocation pour invalidité, car on le prenait pour un paresseux ou un simulateur. Damasio l'a donc évalué par les tests neuropsychologiques classiques : sa mémoire, son langage, ses capacités de raisonnement, de calcul, toutes ses facultés cognitives étaient normales. Il avait même un quotient intellectuel assez élevé.

En revanche, un aspect étrange de sa personnalité pouvait expliquer son comportement, son apparent détachement devant tous ses problèmes, sa froideur, son manque de réactivité émotionnelle.

Damasio disait éprouver « *plus de peine en écoutant les récits d'Elliot que lui-même ne paraissait en ressentir* »<sup>6</sup>. Elliot avoue ne plus ressentir d'émotions pour des choses ou des événements qui l'émouvaient avant son opération. Damasio s'est donc demandé si les problèmes d'Elliot n'étaient pas directement liés à son incapacité à ressentir des émotions.

Damasio a émis l'idée que **les émotions sont des signaux ou "marqueurs"** corporels des états physiologiques, avant d'être psychologiques, qui nous aident à prendre des décisions optimales. Il les appelle "**marqueurs somatiques**" car le corps se dit *soma* en grec. Ces signaux permettent d'effectuer un tri en rejetant les options possibles dont les conséquences sont défavorables. De la même manière, ils favorisent les options dont les conséquences seront favorables. Ce sont des aides au processus de décision<sup>7</sup>.

À l'Université de l'Iowa, Dama-

sio et son équipe ont réalisé une expérience désignée sous le nom de "tâche de l'Iowa"<sup>8</sup>, par laquelle il démontre que les patients ayant une lésion frontale centro-médiane ne prennent pas les décisions qui leur sont favorables.

L'affect, le tempérament et les états affectifs influencent la prise de décision de manière interactive. Les humeurs persistantes et les émotions contribuent à la situation affective. L'intervalle de temps entre la décision et ses conséquences influe sur l'affect. Lorsqu'un événement approche dans le temps, les émotions anticipées, telles que la peur ou l'excitation, tendent à s'intensifier.

La première influence des émotions est représentée par les émotions attendues, c'est-à-dire celles correspondant aux prédictions des conséquences émotionnelles des résultats de la décision.

Les émotions immédiates (celles éprouvées au moment de la décision) peuvent avoir quant à elles à la fois des effets directs et indirects sur la prise de décision.

### PERSONNALITÉ, COMPÉTENCES ÉMOTIONNELLES, ET RATIOS DE GESTION DES PORTEFEUILLES D'OPCVM

Pour mesurer les liens entre la personnalité, les compétences émotionnelles et les ratios de gestion des portefeuilles d'OPCVM, j'ai constitué un panel de 30 gérants actions, 6 femmes et 24 hommes. Pour faire partie du panel, il était nécessaire d'être francophone, de

gérer le fonds depuis trois ans au moins et de gérer en priorité des actions dans la catégorie "Actions Europe générale" ou "Actions zone euro".

Le panel constitué représente 5 % de l'univers des gérants possibles (deux gérants actions France ayant répondu ont été conservés), 6,8 % des gérants Europe et 5,7 % des gérants zone euro. L'âge moyen est de 46 ans avec un maximum de 62 et un minimum de 34 ans.

Les fonds gérés par les répondants du panel sont plutôt bien classés dans leur catégorie. Le décile moyen pour les 30 fonds actions est de 3,6. La médiane des déciles est de 2,5 et 75 % des fonds ont un décile inférieur ou égal à 6 (voir fig. 1).

Les gérants ont passé deux tests :

#### ■ Le test de QE de Bar-On

Bar-On définit l'intelligence émotionnelle comme « *Un ensemble de facultés, compétences et aptitudes non cognitives qui influent sur la*

*capacité du sujet de faire face avec succès aux demandes et aux pressions de son environnement* »<sup>9</sup>. Le test, composé de 133 items, attribue une note de QE global et cinq notes d'échelle composite. Chaque composante est subdivisée en sous échelles au nombre de 15, pour lesquelles sont attribuées 15 notes.

#### • les composantes intrapersonnelles :

Conscience de ses propres émotions (CE) ; affirmation de soi (AS) ; considération pour soi (CS) ; réalisation de soi (RE).

#### • les composantes interpersonnelles :

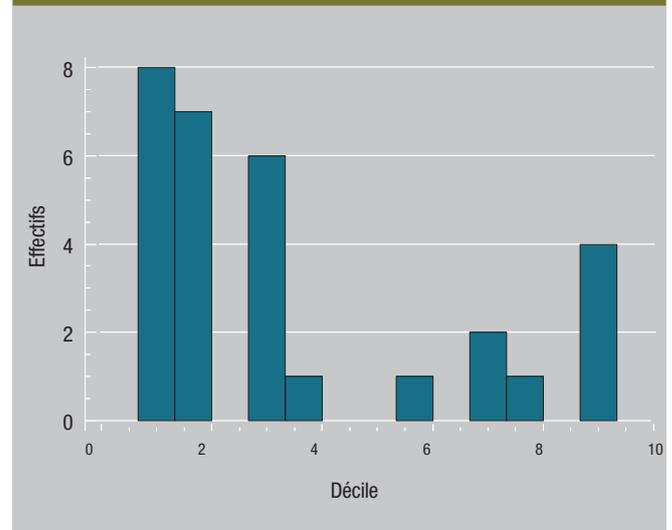
Indépendance (IN) ; empathie (EM) ; relations interpersonnelles (RI) ; responsabilité sociale (RS).

#### • les composantes d'adaptabilité :

Résolution de problèmes (RP) ; épreuve de la réalité (ER) ; flexibilité (FL).

#### • les composantes de gestion du stress :

FIG. 1 : HISTOGRAMME DES CLASSEMENTS DES FONDS DU PANEL



Source : Philippe Sarica, Sélection de gérants actions - l'apport de la finance émotionnelle. Thèse de doctorat, Université Paris Panthéon Sorbonne, avril 2014.

Tolérance au stress (TS); contrôle des impulsions (CI).

• **les composantes d'humeur générale:** Joie de vivre (JV); optimisme (OP).

■ **Le test de personnalité NEO-PI-R**

Il est conçu selon un modèle hiérarchique comprenant cinq domaines:

• **Le névrosisme (N):** des scores élevés en névrosisme indiquent une forte vulnérabilité au stress, une prédisposition à la détresse psychologique. À l'inverse, des scores faibles correspondent à une stabilité émotionnelle.

• **L'extraversion (E):** des scores élevés en extraversion (vs introversion) « indiquent une hypersensibilité, une forte réactivité aux stimuli agréables qui se traduisent par une forte tendance à percevoir, construire et ressentir la réalité et les événements comme stimulants et agréables »<sup>10</sup>.

• **L'ouverture à l'expérience (O):** cette dimension indique les réac-

tions à la nouveauté, une forte ouverture indiquant un fort attrait pour la nouveauté.

• **L'agréabilité (A):** mesure les relations à autrui. Le caractère agréable (agréabilité vs antagonisme) caractérise l'empathie, la chaleur la bienveillance ou au contraire, le cynisme, l'hostilité.

• **La conscience (C):** mesure le caractère plus ou moins consciencieux.

Chaque domaine est subdivisé en 6 facettes qui fournissent 30 notes. Le test comprend 240 items.

Pour les hommes, les scores moyens de névrosisme, d'extraversion, d'ouverture et d'agréabilité sont faibles. Le score de compétence est dans la moyenne. Pour les femmes, le score moyen névrosisme est très faible, ceux de l'ouverture et de l'agréabilité sont faibles, le score de l'extraversion est moyen. La compétence est quant à elle à un niveau élevé.

*Pour les hommes, les scores moyens de névrosisme, d'extraversion, d'ouverture et d'agréabilité sont faibles. Le score de compétence est dans la moyenne. Pour les femmes, le score moyen névrosisme est très faible, ceux de l'ouverture et de l'agréabilité sont faibles, le score de l'extraversion est moyen. La compétence est, quant à elle, à un niveau élevé.*

**LE QUOTIENT ÉMOTIONNEL (QE):**

Le QE moyen du groupe est 108, avec un écart-type de 14,22, la médiane de 109. Le QE le plus élevé est de 139, le plus faible de 71, représentant une étendue de 68 (voir figure 2). Les femmes ont un QE moyen (114) supérieur aux hommes (106).

La matrice des corrélations linéaires (coefficient de Pearson) montre des liens forts entre les résultats de deux tests contrairement à ce que prévoit l'auteur du Bar-On.

Si l'on examine l'évolution des indices actions Europe-MSIE Europe (ouverture) et Euro Stoxx 50 Price Eur (ouverture) sur la période étudiée (mai 2009 à mai 2012), on constate que l'indice des valeurs de croissance (MSCIE Europe IMI GROWTH) a progressé plus vite que les indices généraux (figure 3).

Cela nous a conduit à introduire dans les calculs de régression un élément concernant le style pratiqué par les différents gérants. Nous avons calculé les régressions en utilisant la variable de contrôle "Style croissance" (coefficient de

FIG. 2 : RÉPARTITION DES QUOTIENTS ÉMOTIONNELS (QE)

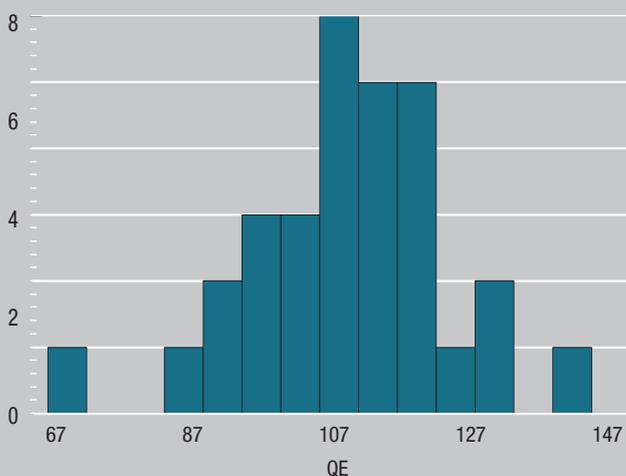
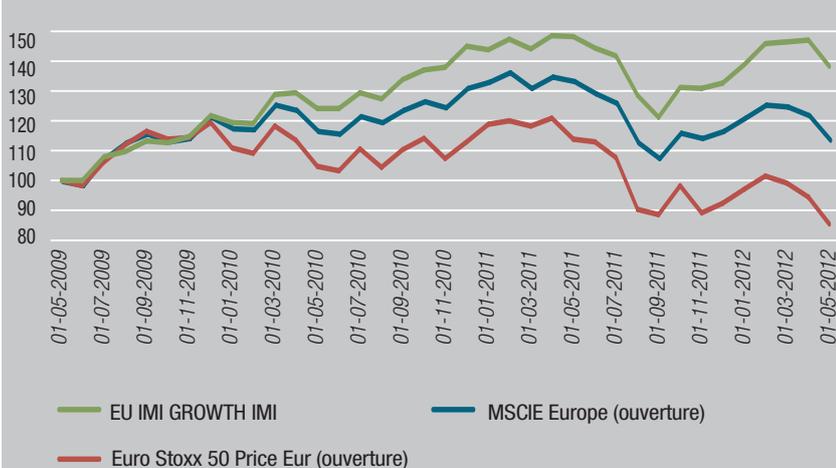


FIG. 3 : ÉVOLUTION DES INDICES



Source : Philippe Sarica, Sélection de gérants actions - l'apport de la finance émotionnelle. Thèse de doctorat, Université Paris Panthéon Sorbonne, avril 2014.

Source : id.

► *corrélation avec l'indice MSCIE Europe IMI GROWTH).*

## LES RÉSULTATS

Nous avons déterminé les corrélations entre différents ratios de gestion des portefeuilles et les compétences émotionnelles ou les traits de personnalité en contrôlant ces corrélations par la variable "Style croissance". Seules les corrélations étant significatives au seuil de 95 % ont été retenues.

La performance est d'autant plus grande que les gérants ont une faible épreuve de la réalité (donc une faible capacité de bien "jauger" la situation actuelle), une faible anxiété, une forte timidité sociale et de fortes émotions positives (tendance à ressentir des émotions positives telles que la joie, le bonheur).

Le coefficient alpha sera d'autant meilleur pour les gérants qui auront un bon score pour la réalisation de soi, seront modestes et compétents. Il en est de même pour le coefficient alpha de Fama-French.

Le classement des fonds (par décile dans leur catégorie) est meilleur si les gérants sont optimistes, s'ils ont le sens du devoir et recherchent la réussite. Une grande autodiscipline conduit plutôt à un moins bon classement.

Les gérants ayant un QE plus élevé, une bonne humeur générale et dont le score d'épreuve de la réalité est élevé tendent à avoir une volatilité plus forte. Une faible vulnérabilité conduit à avoir un bêta plus élevé. Le risque de perte est d'autant plus élevé que la stabilité émotionnelle est bonne et la timidité sociale est forte (relativement au panel).

BON POUR LA PERFORMANCE	BON POUR LE RISQUE
Faible anxiété	Faible QE
Modestie	Faible Humeur générale
Compétence	Faible Joie de vivre
Optimisme	Fort Névrosisme
Sens de l'ordre	Bonnes Emotions positives
Bon contrôle des impulsions	Bon contrôle des impulsions
Bonne Réalisation de soi	
Sens du devoir	
Ouverture à l'esthétique	
Faible épreuve de la réalité	Faible épreuve de la réalité
Plus forte timidité sociale	Plus forte timidité sociale
Recherche de réussite	
Conservateurs	
Faible autodiscipline	

Les gérants qui éprouvent des émotions positives ont un meilleur ratio de Treynor<sup>11</sup>. Un bon contrôle de leurs impulsions améliore leur ratio d'information. Et le ratio de Sortino est plus élevé pour les gérants plus flexibles.

Le tableau ci-dessus résume les compétences émotionnelles et les facettes de personnalités corrélées à la performance et au risque.

Il faut noter que tous les individus présentant les caractéristiques évoquées ne seront peut-être pas des bons gérants sur le long terme, mais la probabilité pour que ceux qui ne les possèdent pas le soient, est faible.

## LES LIMITES

L'échantillon constitué n'est pas aléatoire et sa composition est quelque peu biaisée. Nous n'avons probablement pas obtenu suffisamment de réponses de gérants dont les fonds se situent dans les deux derniers quartiles des classements.

En outre, les données concernant les portefeuilles des fonds (taux de rotation, part active etc.) ne sont pas toutes facilement disponibles. Il aurait été intéressant de pouvoir réaliser l'étude sur plusieurs périodes de trois ans afin de tester la stabilité des résultats. Aurions-nous obtenu le même résultat en période de marché baissier ?

Le temps nécessaire à la passation des 2 tests (90 minutes) a certainement rebuté certains gérants contactés et qui n'ont pas répondu. Si le test de Bar-On n'était probablement pas le meilleur test de quotient émotionnel, notre travail a cependant permis de mettre en évidence l'influence des compétences émotionnelles et de la personnalité sur les résultats de la gestion des gérants professionnels. C'est une ébauche qui mériterait d'être approfondie.

Des voies de recherches futures sont ouvertes :

- la prise en compte d'autres

variables (en particulier celles liées au portefeuille);

- la réalisation de l'étude sur d'autres périodes de marchés (en appliquant des périodes de trois ans roulées);
- l'utilisation d'un autre test de mesure des compétences émotionnelles (par exemple le Trait-EI<sup>11</sup> incluant certains traits de personnalité, évitant ainsi la passation de deux tests ou le PEC mis au point par l'équipe de Louvain<sup>12</sup>). ■

(1) SHARPE, William F. *Mutual Fund Performance*. The Journal of Business. 1966, Vol. 39, 1.

(2) SARICA Philippe, *Sélection de gérants actions, l'apport de la finance émotionnelle*, Thèse de Doctorat, Université Paris Panthéon Sorbonne, avril 2014.

(3) SARICA Philippe, *Gérants d'actions, quels sont les profils psychologiques et émotionnels ?*, Analyse Financière n° 43, Avril-Mai 2012, p.34-35.

(4) DAMASIO, Antonio, *L'erreur de Descartes*, Odile Jacob Poche, Chapitre I, p.21.

(5) DAMASIO, Antonio, *L'erreur de Descartes*, Odile Jacob Poche, Chapitre III, p.59.

(6) DAMASIO, Antonio, *L'erreur de Descartes*, Odile Jacob Poche, Chapitre III, p.73.

(7) DAMASIO, Antonio, *L'erreur de Descartes*, Odile Jacob Poche, Chapitre IX, p. 288-294.

(8) DAMASIO, Antonio, *L'erreur de Descartes*, Odile Jacob Poche, Chapitre IX, p. 288-294.

(9) BAR-ON, Reuven. *Inventaire du Quotient Émotionnel*. Manuel. ECPA, 2005.

(10) ROLLAND, Jean-Pierre. *L'évaluation de la personnalité*. MARDAGA, 2004.

(11) K.V.PETRIDES, A.FURNHAM, S.MAVROVELI, *Trait emotional intelligence : moving forward in th field of EI*, in *The Science of Emotional Intelligence, Known and Unknown*, Oxford University Press, 2007.

(12) Sophie Brasseur, Jacques Grégoire, Romain Bourdu, Moira Mikolajczak, *The Profile of Emotional Competence (PEC): Development and Validation of a Self-Reported Measure that Fits Dimensions of Emotional Competence Theory*, PLOS ONE, May 2013, Volume 8, Issue 5, www.plosone.org