

Une rentabilité du marché très concentrée sur quelques titres et ses conséquences sur la diversification des portefeuilles

Les investisseurs particuliers détiennent des portefeuilles qui ont la particularité d'être concentrés sur un petit nombre de valeurs et de ce fait sont sous-diversifiés. Une étude de l'AMF¹ auprès d'investisseurs individuels français montre que 38% des détenteurs d'un portefeuille détiennent moins de 5 actions et 24% entre 5 et 10 actions. Seuls 32% détiennent entre 11 et 20 actions. Par ailleurs, ils sont relativement peu actifs puisque l'étude montre que 65% d'entre eux détiennent leurs actions depuis plusieurs années. Au total, on peut considérer que les portefeuilles individuels sont en moyenne sous diversifiés et que les titres sont détenus à long terme. Des travaux récents, dont tout un ensemble d'études menées par l'économiste Hendrik Bessembinder portant sur la concentration de la création de richesse sur quelques titres montrent que la sous-diversification des portefeuilles peut se révéler coûteuse, d'autant plus que les titres sont détenus longtemps. L'objet de cette note est de présenter les principaux faits mis en avant dans ces études et leur conséquence sur la diversification des portefeuilles.

La rentabilité du marché est le fait de quelques valeurs seulement

La rentabilité du marché est seulement le fait de quelques titres. Une étude de J.P. Morgan de 2014² montrait que sur la période allant de 1980 à 2014, 320 valeurs de l'indice S&P500 ont été enlevées de l'indice parce que leurs affaires se portaient mal. Les auteurs n'hésitent pas à parler d'un phénomène de destruction créatrice dans l'indice. Sur l'échantillon plus large de l'indice Russell 3000 les deux-tiers des titres (13 000 valeurs ont fait partie de l'indice durant la période) ont sous-performé l'indice pendant leur durée de cotation. 40% des titres ont perdu plus de 60% de leur valeur depuis le point maximum qu'ils ont atteint durant leur période de cotation. Ce taux monte à 57% pour les valeurs de la nouvelle économie mais l'ensemble des secteurs est concerné par ces larges pertes. La médiane de la rentabilité par rapport à l'indice Russell 3000 des valeurs de l'indice a été de -54% sur la période et la moyenne n'est positive que grâce aux rentabilités extrêmes de quelques valeurs. 64% des valeurs ont eu une rentabilité inférieure à l'indice et 40% une rentabilité négative³. Bessembinder⁴ a mené une étude plus systématique sur l'ensemble du marché des actions américaines sur la période allant de 1926 à 2016. Il observe que 4% des titres cotés sont à l'origine de l'appréciation du marché sur la période. Ces 4% représentent 1092 sociétés sur les 25 967 qui ont été cotées pendant cette période⁵. Les 90 sociétés qui ont eu les rentabilités les plus élevées font la moitié de la création de richesse du

¹ <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/actualites-mises-en-garde/qui-sont-les-actionnaires-individuels>

² https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/Eye_on_the_Market_September_2014_-_Executive_Summary.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320684901654&blobheader=application/pdf&blobheadername1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs

³ Voir aussi l'analyse similaire de la société Alpha Architect sur la période allant de 1983 à 2014 : <https://alphaarchitect.com/2015/05/21/the-risks-of-owning-an-individual-stock/>.

⁴ Bessembinder H., 2018, « Do stocks outperform treasury bills ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 129, N°3, p. 440-457.

⁵ L'auteur a utilisé la base de données du CRSP qui fait référence dans les études académiques.

marché. Graphiquement, la distribution des rentabilités des titres est donc très asymétrique⁶. Cette distribution particulière contribue à expliquer que les portefeuilles les moins bien diversifiés ont tendance à sous-performer les indices traditionnels⁷. Le pourcentage de titres qui ont des rentabilités inférieures à celle des bons du trésor a augmenté depuis les années 1980. En partie probablement du fait du phénomène du « gagnant qui rafle la mise » observé par Noe et Parker⁸ sur les valeurs de la nouvelle économie et de la concentration de l'industrie mise en évidence par Grullon, Larkin et Michaely⁹ qui fait que le succès de certaines sociétés s'accompagne de rentabilités boursières élevées. Bessembinder a analysé la rentabilité des titres selon qu'ils soient restés cotés sur le marché ou alors qu'ils aient été retirés de la cote purement et simplement ou alors à la suite d'une opération de fusion ou d'acquisition. Sans surprise, les titres retirés de la cote¹⁰ ont eu les plus mauvaises performances. Leur rentabilité médiane a été de -91,% durant la période de cotation et seulement 6,8% d'entre eux ont enregistré des rentabilités supérieures aux bons du trésor. La majorité des titres qui sous-performent les bons du trésor sont donc ceux qui ont été délistés. Bessembinder souligne que si « ce résultat est intuitif et potentiellement rassurant, il est d'une utilité pratique limitée, à moins que l'on soit capable de prédire dans quelle catégorie un titre donné va se retrouver ».

Dans le prolongement de l'article précédent, Bessembinder a ajouté trois ans de données (de 2017 à 2019) à son échantillon pour étudier de nouveau la création de valeur pour l'actionnaire du marché financier américain¹¹. La création de richesse totale du marché a été de 47 400 milliards de dollars entre 1926 et 2019. 57,8% des sociétés cotées ont perdu de la valeur pendant leur période de cotation et la création de valeur est concentrée sur un petit nombre de valeurs. C'est particulièrement vrai sur les trois années d'études ajoutées puisque cinq sociétés¹² sont à l'origine de 22% de la création de valeur nette sur ces années. Deux firmes (0,04% des 4896 sociétés cotées ces années-là) ont fait 10% de la création de richesse et huit firmes¹³ (0,16% des sociétés cotées) ont fait 25% de la création de richesse. 48 firmes (0,98% des sociétés cotées) ont fait la moitié de la création de richesse. La concentration de la création de richesse sur quelques valeurs s'explique par le fait que la distribution des rentabilités des titres est fortement asymétrique à droite¹⁴.

⁶ Les distributions ont une forte asymétrie à droite (*positive skewed distribution*). Cela signifie qu'alors que les pertes peuvent être totales, il y a un potentiel de hausse des titres qui peut être élevé même s'il est peu probable. La littérature académique montre que les investisseurs sont friands de ces titres qui s'apparentent à des billets de loterie.

⁷ Voir Heaton, J.B., N.G. Polson et J.H. Witte, 2017, « Why indexing works », *Applied Stochastic Models in Business and Industry*, vol. 33, p. 690-693.

⁸ Noe T. et G. Parker, 2005, « Winner take all : competition, strategy, and the structure of returns in the internet economy », *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 14, p. 141-161.

⁹ Grullon G., Y. Larkin et R. Michaely, 2019, « Are US industries becoming more concentrated ? », *Review of Finance*, vol. 23, N°4, p. 697-743.

¹⁰ En excluant ceux qui ont été retirés à la suite d'une fusion ou acquisition qui ont majoritairement enregistré des rentabilités en excès des bons du trésor et du marché pendant leur période de cotation.

¹¹ Bessembinder H., 2021, « Wealth creation in the US public stock markets 1926-2019 », *Journal of Investing*, April, p. 47-61.

¹² Il s'agit dans l'ordre de création de richesse des sociétés Apple, Microsoft, Exxon Mobil, Amazon et Alphabet.

¹³ A la liste de la note précédente, il faut ajouter : Johnson & Johnson, Walmart et IBM.

¹⁴ L'hypothèse classique en finance sur laquelle repose beaucoup de modèles est celle d'une distribution normale des rentabilités. Cette hypothèse de normalité des rentabilités est une bonne approximation de la réalité lorsque les rentabilités sont calculées sur la journée ou la semaine mais la distribution n'est plus la même pour des rentabilités calculées sur de longues périodes.

Une étude de la société de gestion Longboard Asset Management¹⁵ portant sur la période 1983-2006 et les titres de l'indice Russell 3000 montre des résultats similaires. La rentabilité annuelle moyenne de l'indice Russell 3000 était de 12,8% sur la période tandis que la rentabilité annuelle moyenne des titres était de -1,06% et la rentabilité annuelle médiane était de 5,1%. 39% des titres ont perdu de leur valeur et 18,5% du total des titres ont perdu plus de 75% de leur valeur. 64% des titres ont sous-performé l'indice. 25% des titres sont à l'origine de la totalité des gains observés sur le marché et 14% ont eu une rentabilité annuelle moyenne supérieure à 20%. Le fait que la rentabilité moyenne de l'indice soit positive alors que celle des titres est négative s'explique par le fait que l'indice Russell 3000 comme la plupart des grands indices est pondéré par la capitalisation des titres. Dès lors **les titres dont la valeur s'apprécie le plus ont aussi de plus en plus de poids alors que ceux dont la valeur se déprécie perdent du poids dans l'indice.**

Qu'en est-il de la concentration sur quelques sociétés de la création de richesse sur les autres marchés ? C'est encore Bessembinder et ses coauteurs qui ont mené l'étude la plus complète sur la question¹⁶. Elle porte sur 64 000 actions cotées dans 42 pays pendant la période allant de janvier 1990 à décembre 2020. 26 pays de l'échantillon étaient des marchés développés et 16 étaient des marchés émergents. Ils représentaient 88% de la capitalisation boursière mondiale à la fin de l'année 2020. 55,2% des valeurs cotées aux Etats-Unis et 57,4% des valeurs cotées sur les autres marchés ont des rentabilités inférieures à celle des bons du trésor américain à un mois. Parmi les 26 967 sociétés (42,3% du total) créatrices de valeur par rapport aux bons du trésor, cinq firmes¹⁷ (0,008% du total) ont créé 10,34% du total de la valeur. La moitié de la création de valeur nette est le fait de 150 sociétés (0,25% du total des firmes) et la totalité de la création de richesse nette provient de 1526 sociétés (2,39% du total). Les mesures de skewness sur les rentabilités mensuelles montrent là encore que la distribution des rentabilités des titres est fortement asymétrique à droite, que ce soit sur le marché américain ou sur les autres marchés. Les chiffres sont proches de la moyenne calculée sur le marché américain sur la période allant de 1926 à 2016 mais les auteurs remarquent que l'asymétrie est plus forte sur les titres hors Etats-Unis sur la période plus récente de 1990-2020. L'asymétrie des distributions de rentabilité des titres individuels augmente lorsque les rentabilités sont calculées sur les années, les décennies et la période complète. Sur la période complète, la rentabilité moyenne des titres individuels s'élève à 366,83% en moyenne alors que la médiane moyenne est négative à -6,8%. Seuls 48,2% des titres permettaient d'avoir une rentabilité positive sur la période. La rentabilité moyenne positive vient donc de la très forte rentabilité observée sur un petit nombre de titres. Ce phénomène est plus marqué sur les valeurs hors Etats-Unis que sur les valeurs cotées aux Etats-Unis. Enfin, il faut remarquer que le Japon et la Grèce sont les deux seuls pays développés pour lesquelles la création de richesse nette était négative pendant la période.

La dernière étude que nous citerons sur la concentration des rentabilités¹⁸ porte sur plus de 70 000 actions cotées dans 57 pays pendant la période 1996-2017. Elle aboutit à la même conclusion que les précédentes : moins de la moitié des valeurs ont eu des rentabilités supérieures au taux des bons du

¹⁵ « The capitalism distribution. Observations of individual common stock returns, 1983-2006 », https://gallery.mailchimp.com/6750faf5c6091bc898da154ff/files/The_Capitalism_Distribution_12.12.12_1_.pdf

¹⁶ Bessembinder H., T.-F. Chen, G. Choi et K.C. J. Wei, 2021, « Long-term shareholder returns : Evidence from 64,000 stocks », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3710251

¹⁷ Il s'agit de nouveau d'Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet et Tencent. Les valeurs qui ont le plus contribué à la création de richesse nette pour l'actionnaire en France sont LVMH (11,12% de la création de richesse sur la période) et L'Oréal (8,35%).

¹⁸ Fand J., B. Marshall, N. Nguyen et N. Visaltanachoti, 2021, « Do stocks outperform treasury bills in international markets ? », *Finance Research Letters*, vol. 40, p. 1-8.

trésor à un mois. C'est le cas de seulement 42,4% des valeurs cotées sur d'autres marchés que les Etats-Unis et de 49,7% des valeurs cotées aux Etats-Unis. L'originalité de l'étude est d'observer que les pays avec les investisseurs les moins individualistes, qui sont économiquement les moins ouverts, qui ont les règles de gouvernance des entreprises les plus faibles, qui ont les marchés financiers les moins développés et qui ont les performances macro-économiques les plus faibles sont aussi ceux pour lesquels la proportion de titres qui sous-performent les bons du trésor est la plus élevée. **L'idée avancée par les auteurs est que le contexte économique et financier d'un pays doit être favorable à la création de richesse pour l'actionnaire pour espérer avoir des sociétés dont les rentabilités boursières ont le plus de chances d'être au-delà du taux des bons du trésor.**

Des sociétés créatrices de richesse dans lesquelles les investisseurs peuvent faire de lourdes pertes !

Dans une série de quatre articles, Bessembinder s'est intéressé aux firmes américaines qui ont eu les rentabilités les plus extrêmes sur la période allant de 1950 à 2019. Il met en évidence que les valeurs qui ont été les plus créatrices de richesse pour l'actionnaire peuvent aussi subir des pertes importantes sur certaines décennies¹⁹. C'est le cas par exemple d'Apple, la société la plus créatrice de valeur aux Etats-Unis entre 1981 et 2019²⁰, très précisément 1,64 trillions de dollars. Soulignons que cette création de richesse est très concentrée sur la dernière décennie (2010-2019).. A trois reprises dans son histoire boursière, les actionnaires de cette société ont vécu des périodes pendant lesquelles ils ont perdu 70% de la valeur de la firme !²¹ Bessembinder cite aussi le cas d'Amazon qui a créé 865 milliards de dollars de richesse pour l'actionnaire entre juin 1997 et décembre 2019. Mais 632 milliards de dollars ont été créés depuis 2010. Là encore, les actionnaires ont fait l'expérience de pertes colossales notamment lors de l'éclatement de la bulle de la nouvelle économie. Entre février 2000 et septembre 2001, la société a perdu 91,3% de sa valeur. Ces deux exemples sont représentatifs de beaucoup d'autres cas. Bessembinder calcule les rentabilités des titres les plus créateurs de richesse sur la période. En moyenne les 100 couples sociétés/décennies les plus créateurs de richesse ont fait l'expérience d'une baisse moyenne de 51,6% la décennie précédente. La conclusion est des plus simples : **les titres les plus créateurs de richesse à long terme ne sont pas exempts d'être à l'origine de lourdes pertes sur des périodes plus courtes.**

Les sociétés du secteur technologique sont-elles à privilégier ?

Quatre parmi les cinq firmes les plus créatrices de richesse aux Etats-Unis sont des sociétés technologiques. Ce secteur d'activité est-il parmi les plus créateurs de richesse ? La réponse est clairement non²². En prenant les 200 sociétés qui sont les plus créatrices de richesse pour l'actionnaire et celles qui le sont le moins pour chaque décennie de la période 1950-2019, les autres sociétés servant

¹⁹ Bessembinder H., 2020, « Extreme stock market performers, part I : Expect some drawdowns », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3657604

²⁰ La société a été introduite en bourse le 12 décembre 1980.

²¹ 74% entre mai 1983 et août 1985, 79,7% entre février 1992 et décembre 1997 et 79,2% entre mars 2000 et mars 2003. Pendant cette dernière période, la société a perdu 75,6% de sa valeur pendant la courte période allant d'août à décembre 2000.

²² Voir Bessembinder H., 2020, « Extreme stock market performers, part II : Do technology stocks dominate ? », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3657609

de référence moyenne, il apparaît clairement que les sociétés du secteur des technologies sont surreprésentées parmi les plus faibles performances. Les secteurs de la santé et de l'énergie sont au contraire ceux pour lesquels il y a plus de sociétés parmi les bonnes performances et moins parmi les moins bonnes.

Arnott, Cornell et Shepherd ne cachaient pas leur doute dans un article de 2018 quant à l'avenir de ces entreprises technologiques : « les sept entreprises technologiques les plus performantes peuvent-elles toutes réussir à justifier suffisamment leur capitalisation boursière combinée de 4 300 milliards de dollars à la fin de l'année 2017 ? Rien n'est impossible, mais ce résultat est peu plausible. Bien sûr, certains des nouveaux géants de la technologie ont des multiples de valorisation qui ne sont pas extravagants, mais plusieurs d'entre eux affichent des multiples étonnants - et tous se négocient à des niveaux qui exigent une croissance continue robuste. Ces entreprises sont en guerre - parfois directement entre elles - pour des parts de marché, se disputent les mêmes yeux et sont confrontées à un risque croissant de contraintes réglementaires. Si l'histoire est un guide utile, Apple pourrait encore figurer dans la liste des 10 premières entreprises (mais plus la première) en 2028. L'histoire suggère que, sur les sept, au moins six vont sous-performer le marché au cours des dix prochaines années. Au-delà des favoris de la technologie, une foule de sociétés telles que Snap, Hubspot, Overstock et maintenant Shopify ont toutes des bénéfices négatifs et des ratios cours/ventes élevés. »²³

Faut-il investir dans des valeurs individuelles ?

Disons le tout de suite, ces travaux ne permettent pas de remettre en cause le principe de la gestion active consistant à faire de la sélection de valeurs (ou *stock picking*). Une interprétation erronée serait de conclure que pour gagner de l'argent en excès de la moyenne du marché, il faudrait que l'investisseur soit capable de repérer les quelques titres qui seront créateurs de valeur à long terme. Ce n'est pas aussi simple. Comme l'a montré Bessembinder en étudiant de façon détaillée les rentabilités des titres qui ont été les plus créateurs de richesse, cette dernière s'est parfois faite sur des laps de temps réduits. Par ailleurs, ces titres ont vu leur cours baisser parfois de façon spectaculaire pendant d'autres périodes. Alors certes, un investisseur clairvoyant qui les aurait achetés lors de leur introduction en bourse et qui les aurait conservés pendant toute la période de cotation aurait au final fait des gains importants. Mais ce n'est pas ce qui est fait en gestion active où les titres sont détenus sur des périodes plus courtes allant au général de quelques mois à quelques années. L'exercice consiste alors pour les investisseurs et analystes financiers à essayer d'anticiper la marge de progression boursière des titres pendant un horizon restreint pour acheter ceux pour lesquels les anticipations sont les plus optimistes. Nous notons que les titres les plus créateurs de richesse à long terme et ceux qui sont destructeurs de richesse à long terme connaissent aussi bien des périodes de hausse de leurs cours que de baisse de leurs cours. Ces deux mouvements pouvant être importants pour les deux catégories de titres. C'est sur ces mouvements que les gestionnaires actifs essaient de battre leur benchmark.

L'importance d'une bonne diversification des portefeuilles

Les résultats des études présentées dans la première partie de cette note, s'ils ne remettent pas en cause le principe de la gestion active, montrent en revanche que la diversification des portefeuilles est

²³ Arnott R., B. Cornell et S. Shepherd, 2018, « Yes. It's a bubble. So what », <https://www.researchaffiliates.com/publications/articles/668-yes-its-a-bubble-so-what>

importante pour limiter le risque de sous-performer les bons du trésor lorsque les titres sont détenus à long terme.

Afin de tester l'impact de la diversification sur la rentabilité Bessembinder a construit un très grand nombre de portefeuilles composés de titres choisis au hasard. Lorsque la rentabilité est calculée sur 10 ans de détention, le pourcentage de portefeuilles d'un titre surperformant les bons du trésor est de 47,8%. Il monte à 72,3% lorsque le portefeuille est composé de 5 titres, puis à 86,7% pour 25 titres et enfin à 93,1% pour 100 titres. Mais le pourcentage de portefeuilles ayant une rentabilité supérieure à un indice pondéré est toujours inférieur à 50% et sans tenir compte de coût de transaction ni de frais quelconque. Heaton, Polson et White²⁴ montrent numériquement que lorsque les rentabilités sont concentrées sur quelques titres, un portefeuille composé d'un petit nombre de valeurs maximise ses chances de battre l'indice mais il maximise aussi celle de le sous-performer. Malheureusement, les risques de sous-performer l'indice sont largement plus élevés que les chances de le sur-performer. Ils montrent aussi que la rentabilité moyenne de la gestion active peut être la même que celle de l'indice avec deux-tiers de fonds qui sous-performent. Le coût de la gestion active ne provient donc pas uniquement des frais payés par l'investisseur mais aussi du fait que les chances de sous-performer sont bien supérieures à celles de sur-performer dans la sélection de valeurs.

Farago et Hjalmarsson²⁵ se sont eux aussi intéressés aux rentabilités des titres lorsqu'ils sont détenus sur des horizons longs. Leur étude porte sur la période allant de 1987 à 2016. Ils observent que pendant ces 30 années, 82,4% des titres sous-performent le taux des bons du trésor à un mois et 94,5% sous-performent le portefeuille de marché équipondéré. Mais ils calculent aussi que la probabilité de faire mieux que de détenir des bons du trésor s'élèvent à 93,7% avec des portefeuilles de 10 titres. La détention d'un portefeuille de 50 titres assure à un investisseur d'obtenir une performance proche du marché. Lorsque les portefeuilles de 50 titres sont recomposés chaque mois la probabilité de battre une stratégie buy-and-hold est de 60% sur un horizon de 30 ans. Mais l'étude ne prend pas en compte les frais de transaction.

Enfin Ikenberry et ses co-auteurs se sont aussi intéressés à l'impact de l'asymétrie des distributions de rentabilité sur la rentabilité des portefeuilles et leur rentabilité moyenne par rapport au marché²⁶. Leurs simulations montrent qu'à partir de 35 titres l'impact négatif de l'asymétrie diminue jusqu'à être négligeable pour des portefeuilles de 150 titres²⁷.

Pourquoi les investisseurs individuels détiennent-ils des portefeuilles sous-diversifiés ?

La question se pose de savoir pourquoi les investisseurs individuels détiennent des portefeuilles de titres qui sont en général assez largement sous-diversifiés en ce qui concerne le nombre de valeurs détenues. Larry Swedroe, dans un article publié par la société Alpha Architect²⁸, en s'appuyant sur des

²⁴ Etude citée.

²⁵ Farago A. et E. Hjalmarsson, 2019, « Compound returns », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3835813

²⁶ Ikenberry D.L., R.L. Shockey et M.L. Womack, 1998, Why active managers often underperform the S&P500 : The impact of size and skewness », *Journal of Private Portfolio Management*, vol. 1, N°1, p. 13-26.

²⁷ Ils mesurent l'impact de l'asymétrie des distributions de rentabilité des titres sur les portefeuilles en calculant la différence entre la rentabilité moyenne et la rentabilité médiane de ces derniers en fonction du nombre de titres qui les composent.

²⁸ Swedroe L., 2021, « A history of wealth creation in the US equity markets », <https://alphaarchitect.com/2021/10/21/a-history-of-wealth-creation-in-the-u-s-equity->

travaux tels que ceux des économistes Barber et Odean, avance un certain nombre d'explications au fait que les investisseurs individuels détiennent des portefeuilles sous-diversifiés.

Le manque de culture financière des investisseurs individuels est la première raison à la sous-diversification. Ils ne connaissent bien évidemment pas les bases de la théorie moderne du portefeuille, ce qui est normal dès lors qu'ils n'ont pas suivi de cours d'économie financière ni lu d'ouvrage académique en gestion de portefeuille. Ils ne peuvent dès lors pas maîtriser le concept de diversification et des notions telles que le risque systématique ou le risque diversifiable. Le manque de connaissance sur ces questions les amène à avoir des croyances fausses comme celle selon laquelle ils maîtrisent mieux le risque de leur portefeuille en limitant le nombre de valeurs dans lesquelles ils investissent.

Les investisseurs, et il ne s'agit plus seulement des investisseurs particuliers mais aussi des professionnels, **ont tendance à penser qu'ils sont plus compétents que les autres.** Ils croient alors pouvoir choisir les titres qui sur-performeront le marché. Il s'agit d'une manifestation du **biais d'excès de confiance** en soi largement documenté dans la littérature académique²⁹.

Une partie de cet excès de confiance provient du fait qu'ils pensent avoir de meilleures informations que les autres ou être plus perspicaces dans l'analyse de l'information. On peut considérer que c'est une erreur dès lors que d'autres investisseurs ont probablement plus de ressources pour acquérir et analyser l'information qui risque alors d'être déjà intégrée dans les cours des titres. Ils ne perçoivent manifestement pas que l'investissement est une activité extrêmement concurrentielle avec des opérateurs qui sont, pour les professionnels, très bien formés et qui disposent pour beaucoup d'énormément de ressources. La capacité d'être capable de détecter avec régularité les titres qui surperformeront le marché est dans ce contexte assez illusoire.

D'autres biais que ceux mis en avant par Swedroe peuvent intervenir dans les choix des investisseurs. Nous en présentons un certain nombre dans notre ouvrage de finance comportementale et ce n'est pas l'objet de cette note d'en faire la liste.

La conclusion à retenir des travaux mis en avant dans cette note est que la concentration de la création de richesse boursière sur quelques valeurs pénalise la rentabilité des portefeuilles des investisseurs dont les portefeuilles sont sous-diversifiés. Il est probable que cette sous-diversification explique une part de la sous-performance constatée sur les portefeuilles individuels par rapport à la rentabilité observée chez les investisseurs professionnels³⁰.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, IAE de Lille, Université de Lille

Avril 2023

markets/?utm_source=Alpha+Architect+Website+Users&utm_campaign=2deee11a39-RSS_EMAIL_CAMPAIGN&utm_medium=email&utm_term=0_2f87b7924e-2deee11a39-188422817

²⁹ Nous renvoyons le lecteur à notre ouvrage ; « Finance comportementale », éd. Economica.

³⁰ Sur ce point voir les développements sur l'arithmétique de Sharpe dans notre note sur l'énigme de la gestion active : [L'énigme-de-la-gestion-active.pdf \(finance-chikh-grandin.com\)](#)

