

Léonard de Solva



Pour identifier le délit d'initié

CHRISTIAN WALTER

L'examen statistique des gains montre que les initiés connaissent le futur du marché.

L'arrivée d'informations nouvelles sur le marché déclenche les décisions d'achats ou de ventes des titres financiers. Pour que le marché soit un lieu efficace d'échanges, c'est-à-dire pour que les prix reflètent la valeur d'un titre, il faut que toute l'information disponible et pertinente soit intégrée dans les cours. Il faut aussi, pour que le jeu boursier soit équitable, que tous les acteurs puissent avoir accès à la même information. Lorsque ces deux conditions sont réunies, le marché est alors qualifié d'informationnellement efficace.

Certains agents «initiés» ont accès à une information privilégiée, par exemple la connaissance de la fusion prochaine entre entreprises, ou l'acquisition d'une société par une autre. Quiconque connaît et utilise l'opération projetée gagnera de l'argent sans prendre de risque... C'est l'argent dit facile, parce qu'obtenu sans prise de risque : le «délict d'initié» est condamné par le législateur.

Deux chercheurs du CNRS, Monique Pontier et Axel Grorud, ont mis au point un test de détection de délit d'initié dans ce contexte de marché informationnellement efficace, en ajoutant à l'efficacité informationnelle du marché une hypothèse complémentaire : le processus aléatoire qui régit les variations des cours est, pour les acteurs honnêtes, une marche au hasard.

Ainsi, l'approche modélisée de la détection d'un délit d'initié formalise à la fois la notion d'information disponible sur le marché, et les performances des portefeuilles des agents, lesquels ont accès plus ou moins rapidement à différents types d'informations.

L'information diffusée est reçue plus ou moins rapidement par les différents types d'agents. En conséquence, l'ensemble de ces informations disponibles est divisé en quatre sous-ensembles : (1)

l'information relative au seul passé du marché, c'est-à-dire la succession des cours passés cotés ; (2) l'information relative aux résultats des entreprises, publiés dans les bilans et rapports des sociétés, et donc disponible publiquement ; (3) l'information accessible uniquement aux professionnels des marchés que sont, par exemple, les gérants de portefeuille, et qui inclut toute la documentation que reçoivent ces professionnels ; (4) l'ensemble des informations concernant le futur du marché : c'est l'information des initiés.

Les stratégies de placement optimales diffèrent, selon que l'on est initié ou non. Elles se traduiront par des gains différents : pour identifier les stratégies incluant des informations sur le futur, on calcule alors, avec le modèle mis au point, les fluctuations de richesse des quatre types d'agents et l'on cherche s'il existe des performances de portefeuilles supérieures à celles que l'on aurait dû obtenir dans un marché informationnellement efficace.

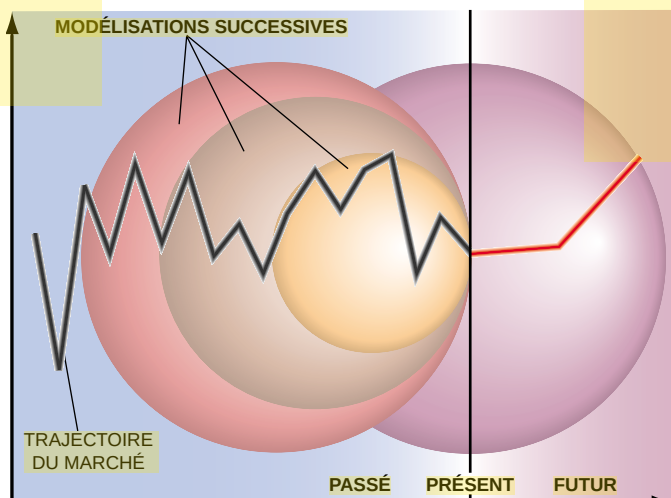
Les équations représentant les variations de richesse s'appuient sur des processus de diffusion de type «marche au hasard». Quand toute l'information nouvelle est immédiatement intégrée dans

les cours au fur et mesure de son arrivée sur le marché, la seule source de variation des prix est l'élément informationnel nouveau, par définition non prévisible, sauf pour l'initié. En l'absence de délit d'initié, les variations futures des cours sont imprévisibles. Mais certaines caractéristiques des fluctuations de fortune des agents, par exemple la volatilité, c'est-à-dire l'ampleur des fluctuations, dépendent de l'information recueillie.

Les fluctuations boursières sont des processus aléatoires de type «marche au hasard». Cela ne signifie pas que les fluctuations des bourses sont dues au hasard, mais que ces variations sont la résultante d'un grand nombre de chocs d'information indépendants immédiatement arbitrés. Les agents initiés qui suivent une politique d'investissement optimale par rapport à un ensemble d'information – incluant des informations futures – accèdent à un enrichissement qui peut devenir infini au voisinage de la date publique des opérations financières connues d'avance.

En 1988, J. M. Suret et E. Cormier, de l'Université de Laval, avaient construit un observatoire des délits d'initiés analysant l'activité boursière. Quand l'activité de certains acteurs est trop intense, des rentabilités anormales apparaissent. L'étude décrivait des indicateurs de délits d'initiés, et la manière de capter l'information qu'ils recelaient.

On pourrait donc se demander si les agents non initiés n'auraient pas la possibilité d'utiliser l'information des initiés, à partir d'une analyse des couples prix-volumes, c'est-à-dire d'arbitrer le marché en captant l'information des initiés à travers la propre action des initiés sur le marché. En ce cas, le marché serait rendu à nouveau efficace grâce à l'arbitrage des non-initiés...



L'agent initié a une vision vers le futur du marché, alors que les modélisations honnêtes ne peuvent analyser que les fluctuations passées.



La création d'entreprise

LINH NUYEN

En France, beaucoup d'ingénieurs, peu d'entrepreneurs. La société étouffe les vocations.

Les entreprises naissent d'une idée technique : sans innovation, sans percée technologique, il n'est pas de réussite. Toutefois le succès, s'il dépend de ces éléments initiaux rationnels nécessaires, relève aussi de facteurs macro-économiques dont l'entrepreneur n'a pas la maîtrise. La crise actuelle en Asie en est un exemple. La réussite dépend de facteurs hasardeux, que le scientifique, tout au long de ses études, considère comme indésirables. L'esprit entrepreneurial considère que ces risques sont pondérables ou tout au moins croit au vieil adage : qui ne risque rien, n'a rien.

À la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, les entrepreneurs français sont légion : les Eiffel, les Claude, les Citroën, les Renault étaient les Bill Gates de l'époque. Ils n'ont pas eu de continuateurs et la France semble avoir perdu une partie de son esprit d'entreprise. Non que ses scientifiques soient moins inventifs, mais que le contexte socio-économico-politique en France est détestable. À qui la faute ? À personne. À tout le monde.

Des cadres de la nation se préoccupent de ce manque d'initiative. Bel et bon. Mais leur attitude intellectuelle est celle de l'entomologiste qui épingle et décrit les rares cas d'entrepreneurs efficaces et chanceux. Il y a plus d'observateurs que de témoins dans les couloirs des ministères, parce qu'il existe plus de candidats à l'ENSA que de vocations de patrons de *start up*. Ce conformisme frileux de la société française est révélé par de petits indices : essayez de louer un appartement si vous n'avez pas les émoluments réguliers d'un fonctionnaire !

L'argent n'est pas le moteur premier des scientifiques qui se lancent dans l'aventure industrielle ; la réussite de l'entreprise leur est plus importante. Mais le risque individuel est énorme. Modernes Palissy, les créateurs misent leur vie matérielle, et tous n'ont pas la réussite de l'inventeur des terres cuites émaillées.

La société française n'a pas compris la mutation : elle garde l'image des patrons

exploitant la masse ouvrière. Les entrepreneurs créateurs d'emplois sont les « nouveaux soldats de la République » ... et on peut leur louer un appartement sans trop d'atermoiements. Force est de constater que les bons exemples nous proviennent d'outre Atlantique : nul ne songe à reprocher au Président d'*Intel* de dégager des bénéfices colossaux pour son entreprise et pour lui-même. En France, l'argent a une odeur. Nous faisons semblant de ne pas comprendre que l'entreprise naît avec le concours de l'argent et prospère avec l'argent.

Je ne connais pas d'ingénieurs ou de chercheurs suffisamment riches pour financer entièrement la création et l'expansion de leur entreprise. Ils doivent s'adresser au capital-risque, dont le métier est de prendre ces risques financiers dans l'espoir de gagner beaucoup d'argent en cas de succès afin de compenser les échecs. Et pour gagner beaucoup d'argent, il faut que d'autres investisseurs rémunèrent ces risques. Le marché boursier est alors l'étape la plus logique.

Hewlett-Packard, Intel, Microsoft... Ils sont tous passés par là, à la satisfaction de tous. L'argent gagné par le capital-risque est réinvesti dans d'autres créations d'entreprises qui engendrent encore plus d'emplois.

Nul n'accepte jamais entièrement les lois du capitalisme et les règles du jeu boursier. L'introduction en Bourse d'une société n'est pas une romance ; présenter un bilan chaque trimestre est astreignant. Pourtant, je ne vois pas d'autre logique que celle qui permet aux individus-actionnaires de choisir l'entreprise où ils veulent faire fructifier leur épargne. Il n'empêche : nombre de scientifiques et de gouvernants pensent encore qu'en Bourse, on gagne de l'argent « en dormant », en profitant de la sueur des autres...

Les devoirs que l'industriel doit remplir vis-à-vis d'actionnaires anonymes semblent, à beaucoup, moins impératifs que la satisfaction des salariés qui sont

la richesse fondamentale de l'entreprise. Ils n'ont pas compris qu'il faut rémunérer l'argent qui permet à une entreprise de se créer et de prospérer. Les jeunes Américains connaissent mieux les règles du jeu capitaliste, ne serait-ce que par les petits boulots qu'ils font pour gagner de l'argent de poche.

Pour lancer une entreprise, il faut un pôle répulsif et un pôle attractif. Dans mon cas, le pôle répulsif a été le Président de l'entreprise industrielle où j'étais salarié. Celui-ci méprisait par trop la technique qui, pour moi, ingénieur et chercheur, est l'assise d'une entreprise de haute technologie. J'ai relevé le défi. Le pôle positif a été l'émulation : des amis créaient leur entreprise aux États-Unis, des parents arrivaient ruinés du Vietnam et leur dynamisme m'a galvanisé.

La question reste posée : comment augmenter le nombre de créations d'entreprises ? Ne rêvons pas, le succès résultera d'un effort patient. Je ne crois guère à l'entière efficacité des lois incitatives et des primes diverses. J'aurais plus foi en l'émulation créée par des exemples de succès industriels et financiers.

Et si c'était à refaire ? Aurais-je franchi le pas ? Lorsque par orgueil et avec un brin de folie, j'ai lancé mon entreprise, je ne connaissais pas toutes les difficultés que j'allais affronter. Néanmoins, ayons confiance : les difficultés courantes d'une entreprise se résolvent avec du bon sens et une dose d'humilité. J'ai appris à vendre, à gérer, et je reste convaincu qu'un scientifique, qui a intégré les règles du jeu, fait un bon créateur d'entreprise.

Linh NUYEN, ex-chercheur au CNRS, est président de la Société PICOGIGA qui fabrique des transistors à arsénure de gallium, plus rapides et moins « bruyants » que les transistors au silicium. La société a été développée sur la base de techniques qu'il avait mises au point alors qu'il était ingénieur à Thomson-CSF.