

La mise en œuvre des dispositions de la directive MIF sur le conseil en investissements

Policy Paper OEE

André de Palma (ENSC & Ecole Polytechnique)

Nathalie Picard (UCP & Ecole Polytechnique)

AMF, 6 mai 2010

André de Palma - Nathalie Picard

1

Déroulement de l'exposé

- Quelques éléments de comportement à prendre en compte pour mettre en œuvre la directive MIF
- Éléments de finance comportementale
- Constats & analyse par la finance comportementale
- Comportement et stratégie des acteurs
 - Comportement des institutions financières
 - Modèle principal agent
- Vers une procédure d'économie expérimentale
- Bibliographie

Quelques éléments de comportement à prendre en compte pour mettre en œuvre la directive MIF

Biais comportementaux observés chez les investisseurs

- ❑ Biais de perception liés au contexte, à la mémoire et aux heuristiques (raccourcis de raisonnement)
- ❑ Asymétrie de perception entre gains et pertes
- ❑ Impact excessif des émotions : panique et peur, aversion à l'ambiguïté, optimisme excessif
- ❑ Répugnance à matérialiser les pertes
 - ➔ affectent la perception du rendement et du risque des actifs financiers
 - ➔ biaisent les anticipations des investisseurs et affectent leurs décisions

Biais comportementaux observés sur les marchés financiers

□ Anomalies sur les marchés

- Panique et euphorie
- Sur-réaction et volatilité excessive des marchés

→ Mimétisme et comportement moutonnier

- Modes, bulles spéculatives, krachs

→ Optimisme/pessimisme collectif excessif concernant l'avenir

- Pression du marché

↪ Comportement **sous-optimal** d'investissement

Éléments de finance comportementale

La finance comportementale

- ❑ Courant de recherche amorcé dans les années 90 par D. Kahneman (prix Nobel d'économie, 2002) et A. Tversky
- ❑ Fondé sur la théorie de la décision face au risque et à l'incertain, l'économie expérimentale, la psychologie des comportements individuels et la sociologie
- ❑ Explications nouvelles des choix « biaisés » de l'investisseur incompatibles avec la théorie EU, les hypothèses de rationalité et d'efficacité des marchés

Aversion au risque de l'investisseur

- ❑ Aversion au risque : première dimension pour qualifier les préférences des investisseurs et assurer l'adéquation produit-client
- ❑ Prise de risque :
 - excessive si on propose à l'investisseur un produit dont il n'est pas prêt à supporter financièrement (volet objectif) ou psychologiquement (volet subjectif) le risque
 - insuffisante si on lui fait manquer des opportunités
- ↳ Une **évaluation fiable** de l'aversion au risque est cruciale pour une prise de risque optimale

Constats et analyse par la finance comportementale

1^{er} constat

Souhait des investisseurs : rendements élevés et risque faibles = 2 objectifs contradictoires

→ le conseiller doit aider l'investisseur à arbitrer entre rentabilité et sécurité

↪ **adéquation** produit-client

2^{ème} constat

Évaluation des préférences des investisseurs en matière de risque généralement effectuée dans un contexte « global » et non spécifique.

Or, la prise de risque dépend aussi des circonstances concrètes du placement : durée et finalité, spécifiques à chaque projet

→ L'approche par projet, citée dans la directive 2006/73/CE (art. 35-4) devrait être systématique

↳ L'approche par projet doit intégrer le principe du « **mental accounting** » de R. Thaler

Principe du « mental accounting »...

- ❑ Comptabilité mentale des investisseurs (Thaler, 1999 ; Sheffrin et Staman, 2000)
- ❑ Principe : compartimentation du patrimoine financier par l'épargnant
 - chaque compartiment répond à un objectif bien spécifié (sécurité, revenus, croissance, fortune, etc.) et comporte les actifs les mieux appropriés à cet objectif
- ❑ Le portefeuille global formé par l'épargnant
 - est une simple superposition de compartiments différenciés par leur niveau de risque et de rendement
 - n'est pas considéré dans sa globalité

... et ses conséquences

1. La gestion de portefeuilles compartimentés peut conduire à des portefeuilles globalement sous-optimaux et mal diversifiés
 - Tension entre approche descriptive et normative
2. Les objectifs de placement de l'investisseur sont déterminants pour la mesure de son aversion au risque

3^{ème} constat

Dimension temporelle omise dans la directive MIF et dans les questionnaires

- ↳ si l'investisseur ne s'intéresse qu'au niveau d'utilité à l'échéance et non aux valeurs intermédiaires, il devra être conseillé en fonction de son aversion au risque **à l'échéance**, qui peut différer de son aversion au risque au moment où il investit

Analyse et modélisation des biais comportementaux : théorie des perspectives

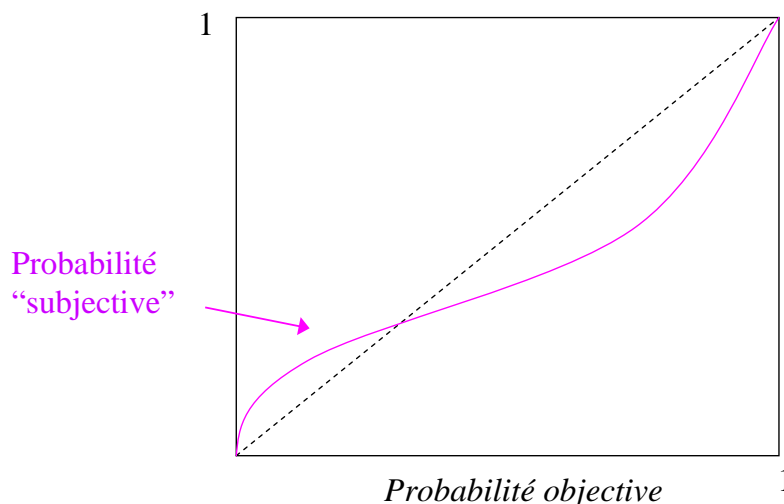
Théorie développée par Tversky et Kahneman (1992); Quiggin (1981), décrivant 4 attitudes caractéristiques des individus :

1. Évaluation des actifs non pas dans l'absolu, mais par rapport à un point de référence subjectif
2. Tendance à la sur-pondération d'évènements de faible probabilité et à la sous-pondération des probabilités élevées

↳ pessimisme/optimisme conduisant à surévaluer la probabilité d'évènements rares et extrêmes



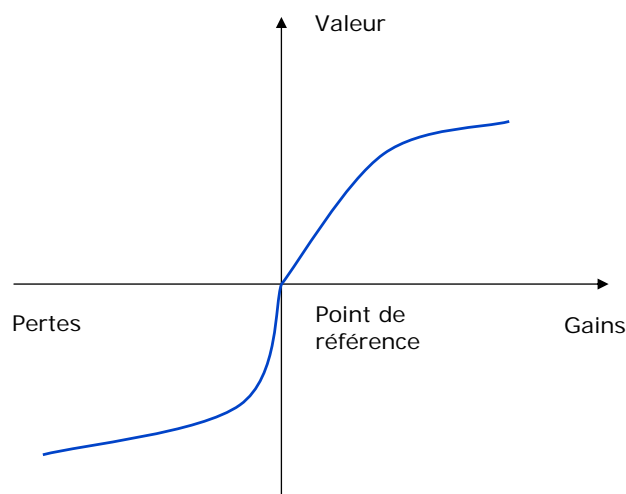
Théorie des perspectives : Transformation des probabilités



Théorie des perspectives (suite)

3. Asymétrie du comportement des individus face à des pertes ou des gains
 - ❑ De façon prospective : Investisseurs riscophobes dans les gains (U convexe), mais riscophiles dans les pertes (U concave)
 - ❑ De façon rétrospective : Impact excessif des rendements passés – point de référence dynamique
 - Les pertes passées rendent « trop » riscophobe
 - Les gains passés incitent à une prise de risque excessive

Théorie des perspectives : La fonction valeur



Source : Kahneman et Tversky (1979)

Théorie des perspectives (fin)

4. Aversion aux pertes (*rupture* dans la fonction d'utilité) :
 - ▣ Douleur des pertes plus intense que bénéfice de gains équivalents
 - ↳ Tendance à choisir une option médiane (statu-quo) pour éviter les risques de perte

Comportement et stratégie des acteurs

Comportement des institutions financières

- Les acteurs en présence:
 - Investisseurs
 - Conseillers
 - Institutions financières
 - Agences de notation
 - Organismes de régulation
- Nécessité de mettre en place une approche systémique pour mieux cerner les mécanismes de régulation

Modèle principal agent

- Éléments de base :
 - Asymétrie d'information
 - Incitation (rémunération fixe ou variable)
 - Quels sont les contrats optimaux à mettre en place?
- Schéma de base
 - Principal : Agence de régulation
 - Agent : Institution financière
- Couplé à ce schéma
 - Principal : Institution financière
 - Agent : Asset manager et conseiller

Vers une procédure expérimentale

Un exemple de questionnaire

- ❑ <http://www.RiskToleranceOnLine.com>
développé par André de Palma et Nathalie Picard
- ❑ Questionnaire en ligne accessible au public
 - environ 5000 répondants depuis 6 ans
 - majoritairement étudiants
 - aspect multilingue et multiculturel
- ❑ Série de loteries permettant une mesure quantitative des différentes dimensions de l'attitude face au risque
- ☞ Une batterie de questions quantitatives et adaptatives est nécessaire pour estimer les différentes dimensions de l'attitude face au risque

Biais liés à la conjoncture

- ❑ Les périodes de crise ou les bulles spéculatives exercent un impact important sur le comportement des investisseurs
 - ↳ optimisme ou pessimisme démesuré

- ❑ L'omission de ce biais dans l'évaluation de l'aversion au risque de l'investisseur conduit à surestimer ou à sous-estimer sa vraie valeur
 - ↳ suivi temporel pour « purger » ses préférences intrinsèques des effets de la conjoncture

Écueils à éviter dans les questionnaires

1. Erreurs liées à la prise de mesure :
L'effet de cadrage (*Framing effects*, Kahneman et Tversky, 1981)
 - la présentation du problème peut induire des décisions opposées lorsque la même situation est présentée différemment
 - ↳ En laboratoire : le responsable du protocole d'enquête doit adopter une attitude neutre lorsqu'il interroge ses sujets
 - ↳ Dans le contexte bancaire, le conseiller doit éviter les réflexions, conseils ou remarques qui pourraient influencer les réponses au questionnaire → à exprimer après la collecte des réponses, pour interpréter et conseiller

Écueils à éviter dans les questionnaires

2. Erreurs liées aux réponses des individus :

- ❑ Manque d'attention, de concentration ou fatigue
- ❑ Incompréhension des questions posées
- ☞ Les questionnaires doivent être concis mais clairs et compréhensibles

- ❑ Comportement stratégique (plus ou moins conscient) du répondant
 - cherche à faire plaisir à son interlocuteur en donnant les réponses que ce dernier attend
 - cherche une cohérence artificielle de l'ensemble de ses réponses, même si cela doit biaiser certaines réponses
 - Ne dévoile pas l'ensemble de son patrimoine/portefeuille



Écueils à éviter dans les questionnaires et traitement des réponses

3. Erreurs liées à l'analyse et à la modélisation des comportements :

- ## 4. Facteurs non-observables affectant les comportements et réponses des investisseurs (revenus, montant total du patrimoine, avoirs détenus dans l'ensemble des institutions financières) que l'investisseur répugne souvent à révéler à son conseiller ou à l'enquêteur
- Utilisation par l'économètre de modèles reposant sur des hypothèses restrictives, rarement satisfaites (omission de l'aversion aux pertes, aversion à l'ambiguïté, biais domestique etc.)



Conclusion

- ❑ Tous ces écueils biaisent les données collectées via les questionnaires
- ☞ Réduire les écueils au moment de la collecte
- ☞ En tenir compte au moment de l'exploitation
- ❑ La législation actuelle agit comme si les informations transmises par les investisseurs étaient parfaitement fiables
- ☞ Prise en compte des biais dans les réponses et analyse des données collectées par des techniques appropriées
- ☞ Constitution de bases de données dynamiques sur les clients, assurant un meilleur suivi dans le temps

Bibliographie

- ❑ Quiggin (1982), A Theory of Anticipated Utility, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3 (4), p. 323-343.
- ❑ Shefrin et Statman (2000), Behavioral Portfolio Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), p. 127-151.
- ❑ Thaler (1999), Mental Accounting, *Journal of Behavioral Decision Making*, 12: ,183-206.
- ❑ Tversky et Kahneman (1981), The framing of decisions and psychology of choice, *Science*, 211, 453-458.
- ❑ Tversky et Kahneman (1992), Advances in Prospect Theory : Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, p. 297-323.