

DIRECTIVE MIF ET CONSEIL EN INVESTISSEMENTS : DE LA LOI AUX FAITS

ANDRÉ DE PALMA*
NATHALIE PICARD**

Le contrôle de la sphère financière comporte un premier volet relatif à la réglementation prudentielle. Un second volet concerne les pratiques relatives aux opérations entre investisseurs et institutions financières (banques privées ou de détail, mais aussi assurances et cabinets de gestion de patrimoine indépendants) et aux règles de conduite des institutions financières sur les marchés.

De fait, la réglementation porte sur les relations entre les intermédiaires financiers et leurs clients. Bien sûr le conseiller recherche la meilleure adéquation produit/client. Mais il est aussi assujéti à des obligations de résultats et évalué selon ses performances commerciales comparées à celles des autres conseillers de son institution, mais également des autres institutions. Parallèlement, les pros-

pectus rédigés par les émetteurs de produits financiers, même dans leurs versions simplifiées, sont souvent trop opaques pour procurer un véritable guide aux investisseurs. Il en résulte que ces derniers basent le plus souvent leurs décisions sur les notices-produits. C'est pourquoi, si, par exemple, un produit structuré comporte des risques, même jugés très faibles par le conseiller, il est essentiel que ce produit ne soit pas présenté, de manière trompeuse, comme un « actif sans risque ».

Dans ce contexte, la directive 2004-1939/CE du 21 avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers (directive MIF), entrée en vigueur en novembre 2007, comporte des dispositions harmonisant la réglementation du conseil en investissements. Elle impose à l'intermédiaire

* Professeur d'économie, Département d'économie et de gestion, École normale supérieure de Cachan.

** Maître de conférences, Théma (Théorie économique, modélisation et applications), université de Cergy-Pontoise.

financier de « mesurer la tolérance au risque de l'investisseur », d'évaluer ses objectifs et de vérifier son niveau de connaissances. Il doit connaître le profil de son client afin de lui fournir le produit adapté et assurer ainsi la meilleure adéquation produit/client. Notons dès à présent la difficulté de comprendre jusqu'où l'institution financière doit aller pour satisfaire ces directives.

Cet article apporte un éclairage académique sur les dispositions de la directive MIF. Dans le cadre de la finance comportementale, nous analyserons ses implications en termes de relation conseiller/investisseur. Nous aborderons aussi sa faisabilité à la lueur des théories de la décision en présence de risques et d'incertitudes. Enfin, nous reviendrons sur les difficultés liées à la mesure de la tolérance au risque et à la collecte d'informations¹.

LA DIRECTIVE MIF

La réglementation du conseil en investissements

La directive MIF et ses textes d'application ont introduit des changements très importants dans la relation entre les intermédiaires financiers et leur clientèle de particuliers, notamment sur les conditions suivant lesquelles des conseils personnalisés peuvent être formulés.

Ainsi, l'article 19, alinéa 4 de la directive MIF prévoit que « lorsqu'elle fournit du conseil en investissements ou des services de gestion de porte-

feuilles, l'entreprise d'investissement se procure les informations nécessaires concernant la connaissance et l'expérience du client ou du client potentiel en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de produits ou de services, sa situation financière et ses objectifs d'investissement, de manière à pouvoir lui recommander les services d'investissement et les instruments financiers qui lui conviennent ».

Cette disposition est essentielle, car elle implique que si l'entreprise d'investissement n'obtient pas ces informations, « elle s'abstient de recommander au client ou au client potentiel concerné des services d'investissement ou des instruments financiers » (directive d'application 2006-1973/CE)².

Les précisions sur les informations à recueillir sont données par la directive 2006/73/CE. Son article 36 mentionne l'obligation pour l'entreprise d'investissement de « vérifier le niveau d'expérience et de connaissances de son client ». L'article 37-1 fournit une liste des informations que l'entreprise doit recueillir à ce titre : « Les États membres veillent à ce que les renseignements concernant la connaissance et l'expérience d'un client, ou client potentiel, dans le domaine de l'investissement incluent les informations suivantes, dans la mesure où elles sont appropriées au regard de la nature du client, de la nature et de l'étendue du service à fournir et du type de produits ou de transactions envisagés, ainsi que de la complexité et des risques inhérents audit service : les types de services, de transactions et d'instruments financiers qui sont familiers

au client ; la nature, le volume et la fréquence des transactions réalisées sur instruments financiers par le client, ainsi que l'étendue de la période durant laquelle ces transactions ont eu lieu ; le niveau d'éducation et la profession ou, si elle est pertinente, l'ancienne profession du client, ou client potentiel. »

S'agissant des objectifs d'investissement, l'article 35-4 de la même directive prévoit que : « Les renseignements concernant les objectifs d'investissement du client ou du client potentiel doivent inclure des informations pertinentes portant sur la durée pendant laquelle le client souhaite conserver l'investissement, ses préférences en matière de risque, son profil de risque ainsi que le but de l'investissement. »

Autant la liste des informations à recueillir sur les connaissances du client est clairement définie, autant, s'agissant des objectifs d'investissement et des concepts de « préférences en matière de risque » et de « profil de risque », la directive MIF laisse de la place à l'interprétation.

La mise en œuvre de la réglementation du conseil en investissements

Le respect de la directive MIF implique trois obligations pour l'intermédiaire :

- une évaluation du profil de prise de risques des investisseurs ;
- un devoir de communiquer aux clients des informations correctes et compréhensibles sur les produits offerts et les transactions ;
- la vérification de l'adéquation des

produits d'investissement et des profils mis en évidence.

En pratique, l'article 19 de la directive MIF s'est traduit principalement dans les institutions financières par un questionnaire, nouveau ou réactualisé, d'évaluation du risque, ayant pour but de classer les investisseurs en deux catégories (avertis et non avertis, protégés par une législation plus contraignante).

Le rôle de l'information est essentiel pour analyser cette directive sous l'angle de la recherche économique, car les protagonistes ont des incitations importantes à cacher ou à omettre une partie de l'information et ont effectivement tendance à le faire. Ainsi, les investisseurs répugnent souvent à déclarer le niveau total de leur patrimoine, ou la stabilité de leur situation professionnelle ou familiale. Inversement, l'institution financière n'a pas nécessairement intérêt à révéler toutes les caractéristiques de ses produits (sauf si elle y est obligée par la législation), en particulier son couple risques/performances.

Les questionnaires d'évaluation de risque ne posent généralement pas de questions sur le but ou la durée du placement spécifique envisagé par le client. Il est supposé implicitement en pratique que les préférences en matière de risque et, plus généralement, le profil de risque sont spécifiques à un investisseur et, par conséquent, identiques pour tous ses projets d'investissement. Pourtant, la durée et le but de l'investissement sont spécifiques à chaque projet. Il en résulte que la prise en compte des objectifs d'investissement imposée par la législation devrait, à notre avis, s'effectuer

à un double niveau : celui de l'investisseur et celui de chacun de ses projets d'investissement.

Bien évidemment, une approche par projet est difficile, étant donné la nécessité de combiner les informations relatives à différents projets de placement. C'est probablement pour cette raison que si peu d'institutions financières l'ont adoptée. La gestion par projet est toutefois nécessaire non seulement en réponse à la législation rappelée ci-dessus, mais aussi en raison de la présence du *mental accounting* qui sera discutée plus loin³. Les individus affectent leurs sources de financement de façon séparée à différents projets d'investissement et ne gèrent généralement pas leur patrimoine de façon globale, mais de manière compartimentée.

LES APPORTS DE LA THÉORIE DE LA DÉCISION EN PRÉSENCE DE RISQUES

Bref historique

Pour les auteurs qui inaugurent le calcul des probabilités dès le XVII^{ème} siècle (Nicolas Bernoulli, Pierre de Fermat, Christian Huygens et Blaise Pascal), les événements futurs sont inconnus, mais pas leurs probabilités. Les décisions en univers risqué peuvent donc s'appuyer sur le calcul des probabilités. Ce dernier n'est en général pas suffisant pour décider face au risque et doit être complété par une description des préférences de l'individu. Ainsi, comme l'illustre le

paradoxe de Saint-Pétersbourg, bien que la théorie de la valeur espérée justifie de miser une somme infinie puisque le gain espéré est infini. En pratique, un joueur prudent ne sera prêt qu'à miser une somme relativement faible. En présentant ce paradoxe, Nicolas Bernoulli remarque ainsi, dès le début du XVIII^{ème} siècle, que si l'on retenait le seul critère de la valeur espérée des gains, comme le faisaient les probabilistes du XVII^{ème} siècle, il serait inévitable de recommander des choix qu'aucune personne un tant soit peu averse au risque ne ferait en pratique.

Les conclusions de Bernoulli (1738) valent plus encore que son paradoxe. Il ouvre un nouveau domaine d'analyse en préconisant d'introduire une nouvelle notion, celle de l'« utilité espérée », tenant compte de l'attitude vis-à-vis du risque. Sa contribution est essentielle car il introduit ainsi la notion de préférences dans le calcul des probabilités. Il rajoute que l'« utilité espérée » dépend des circonstances, comme illustré dans l'exemple suivant. « Ainsi », poursuit-il, « quoique le plus souvent un pauvre se réjouira plus qu'un riche d'une même somme, cependant et par exemple, il est concevable qu'un prisonnier riche, possédant, par exemple, 2 000 ducats, à qui l'on réclame encore le même montant pour prix de sa liberté, donnera plus d'importance à un gain de 2 000 ducats qu'un autre homme qui a moins d'argent que lui. »

Ce modèle théorique de l'« utilité espérée » a été formalisé bien plus tard (il y a un demi-siècle) par John von Neumann et Oskar Morgenstern. Les préférences des individus sont représentées par une fonction d'utilité

qui traduit le fait que le bénéfice supplémentaire perçu suite à un gain additionnel de richesse est d'autant plus petit que cette dernière est plus élevée. Cette formalisation a négligé néanmoins une partie de l'intuition de

Nicolas Bernoulli, selon laquelle l'utilité marginale dépend des circonstances. Les développements récents en finance comportementale (discutés plus loin) ont repris et étendu ces idées.

Enseignements

1- Les investisseurs recherchent à la fois des rendements moyens élevés et de faibles fluctuations de ces rendements. Ces deux objectifs sont contradictoires. Il incombe au conseiller d'aider le client à arbitrer entre rentabilité et sécurité. Les choix lucratifs pour les institutions financières ne sont pas les mêmes que les choix optimaux pour les investisseurs. La directive MIF a pour objectif d'atténuer ces tensions. La législation incite les institutions financières à évaluer le risque, sans toutefois parler de mesure quantitative. Or les décisions d'investissement se traduisent *in fine* par des décisions quantitatives (composition du portefeuille). Il en résulte que le passage du qualitatif (exigé par la législation) au quantitatif (effectué lors de la décision d'investissement) reste en définitive sous la responsabilité partagée du conseiller et de l'investisseur. Il nous semble que la législation devrait exiger plus clairement une évaluation quantitative de la tolérance au risque de l'investisseur. Cela constituerait un premier pas très utile dans la prise en compte des mécanismes de décision face au risque en matière d'investissement.

2- La législation insiste sur la nécessité de tenir compte de l'objectif de placement. Or les évaluations actuelles de l'attitude face au risque des investisseurs ne s'effectuent pas dans un contexte spécifique, mais globalement. Pire, certaines institutions financières placent leur client dans un contexte hypothétique sans aucun rapport avec les placements financiers. On peut se demander si cette pratique est conforme aux recommandations légales. Comme le disait déjà Nicolas Bernoulli, la prise de risques dépend des circonstances concrètes du placement. Il est temps de mettre ses enseignements (et la loi) en application.

3- Si l'investisseur ne s'intéresse qu'au niveau d'utilité à l'échéance du placement et non aux valeurs intermédiaires, il devra être conseillé en fonction de son aversion au risque à l'échéance et non au moment de la décision. La législation ne semble pas avoir pris en considération cette dimension temporelle.

Mesurer l'attitude face au risque

Les institutions financières manipulent aisément les mathématiques, l'économétrie et la formalisation lorsqu'elles créent et gèrent des produits financiers. Néanmoins, elles restent réticentes à manipuler ce type d'outils pour décrire, modéliser et prédire le comportement des investisseurs.

La législation MIF requiert une classification des investisseurs en fonction de leur capacité à prendre des risques. Trois types de données sont utiles aux économistes pour analyser les préférences des investisseurs :

- les données macroéconomiques, qui permettent de déduire des indicateurs agrégés de tolérance au risque dans une population d'investisseurs ;
- les données d'enquêtes, qui mesurent les préférences révélées (choix effectifs) ou déclarées (choix hypothétiques) au niveau individuel ;
- les données collectées lors de sessions d'économie expérimentale, qui permettent d'explorer très finement chaque dimension des préférences individuelles déclarées à l'aide de questions hypothétiques simplifiées.

Comme la législation se limite à la mesure individuelle de l'aversion au risque, nous centrons ici l'exposé sur les données collectées lors d'enquêtes ou de sessions expérimentales. Les données collectées lors de sessions expérimentales se limitent aux préférences déclarées, qui sont souvent critiquées pour leur sensibilité aux effets de cadrage (contexte et forme des questions posées) et le risque de manque de sincérité dans les réponses fournies. Les « questionnaires MIF » utilisés par les institutions financières

s'apparentent aux enquêtes et, dans une moindre mesure, à la démarche de l'économie expérimentale.

En pratique, les réponses aux questions destinées à mesurer la tolérance au risque sont généralement imprécises et il convient d'améliorer la précision de la mesure en multipliant les questions semblables. D'autre part, il est indispensable de poser plusieurs questions dans le cas où plusieurs paramètres sont nécessaires pour décrire les préférences individuelles multidimensionnelles face au risque. Ces points seront détaillés plus loin.

QUELQUES ÉLÉMENTS DE FINANCE COMPORTEMENTALE

L'ambiguïté de la formulation « ses préférences en matière de risque, son profil de risque » de l'article 35-4 de la directive 2006-1973/CE, loin d'affranchir les institutions financières de l'obligation de se procurer des informations sur les préférences et le profil du client, rend leur tâche plus difficile. La finance comportementale ouvre des pistes pour lever l'ambivalence de l'expression « préférences en matière de risque », en les comprenant dans un sens très large, permettant d'appréhender les multiples dimensions de l'attitude de l'investisseur face au risque.

Introduction

La finance comportementale⁴, qui

s'est développée au milieu des années 1990, s'appuie sur un certain nombre de disciplines traditionnelles : économie du risque et de l'incertain, économie expérimentale, psychologie des comportements individuels et sociologie (mettant en lumière les comportements d'imitation, le poids des normes...).

Elle tient compte des comportements qualifiés d'irrationnels par les économistes néoclassiques, avec les difficultés que cela comporte. En effet, pour paraphraser Joseph Stiglitz, il y a une manière d'être rationnel, mais une infinité de manières d'être irrationnel. Une accumulation de faits simples ne peut pas être expliquée simplement (rationalisée) à l'aide de la théorie microéconomique classique. Nous citerons à titre d'exemple : la perception des individus (qui déforment, par exemple, les données objectives qui leur sont fournies) ; leur perception des gains et des pertes qui n'est pas symétrique ; les réactions erratiques (de surréaction) observées durant ces derniers mois en matière d'investissement et la volatilité accrue des marchés semblent échapper aux canons classiques du comportement rationnel face au risque. Ces comportements semblent devoir trouver leur explication dans les processus de panique, de peur, ou, au contraire, de surréaction ou d'optimisme démesuré.

Tolérance au risque

La première dimension (la plus importante) des préférences en matière de risque est l'aversion au risque. Sa mesure est importante car une prise de

risques excessive peut avoir, dans les cas défavorables, des conséquences que l'investisseur n'est pas prêt à supporter, que ce soit financièrement ou psychologiquement. Les conséquences d'une prise de risques insuffisante sont généralement moins coûteuses pour l'investisseur, mais ne doivent pas pour autant être négligées car elles se traduisent par de faibles rendements moyens et, dans les cas favorables, par des coûts d'opportunités manquées pour les investisseurs.

Les préférences des individus dépendent fortement du contexte dans lequel les choix sont effectués. En particulier, il n'existe pas, semble-t-il, d'aversion au risque universelle qui puisse aussi bien décrire, par exemple, les comportements sexuels, le choix d'activités sportives, d'un travail, ou le comportement en matière d'investissement financier. Qui plus est, la maxime selon laquelle « l'argent n'a pas d'odeur » doit être remise en cause. On peut de fait citer deux sources d'« odeur » : l'origine du patrimoine (il suffit de citer les nombreux exemples de personnes qui se retrouvent ruinées après avoir gagné des sommes importantes à la loterie) et la finalité de l'argent investi (on ne prend pas les mêmes risques lorsqu'on investit pour préparer sa retraite ou financer une résidence secondaire). Cela signifie que les objectifs de l'investissement et le contexte sont déterminants dans la mesure du risque.

Transformation des probabilités

La seconde dimension des préférences face au risque à prendre en

considération pour le conseil en investissements concerne la tendance à transformer les probabilités. Elle se traduit généralement par des biais d'optimisme ou de pessimisme. Plus ces biais sont marqués et plus les investisseurs auront tendance à exercer sur leur conseiller des pressions pour accéder, lorsque le marché est euphorique, à des produits excessivement risqués par rapport à leur véritable tolérance au risque. En cas de crise ou de méfiance généralisée, ces biais conduiront les investisseurs à exercer des pressions pour accéder à des produits trop sécurisés par rapport à leur profil de risque, et donc trop peu rentables en moyenne. Par ailleurs, il faut ajouter une tendance des individus à surestimer les probabilités des événements qui surviennent rarement. En revanche, les probabilités des événements qui se produisent très souvent sont généralement sous-estimées (Kahneman et Tversky, 1979).

Nous touchons ici à la différence fondamentale entre la dimension normative et la dimension descriptive du conseil, qui se traduit par une tension exercée sur le conseiller. Ce dernier est en effet amené à arbitrer entre trois recommandations correspondant à trois types de produits financiers généralement bien distincts :

- le type de produits qui convient le mieux au client étant donné sa tolérance au risque, ses objectifs de placement, ses capacités financières. Dans ce cas, le conseiller adopte une attitude « paternaliste » en procurant le conseil qui convient au client : il agit pour le bien de son client, quitte à ce que ce soit contre son gré ;

- le type de produits qui convient le mieux au client étant donné sa tolérance au risque, ses objectifs de placement, ses capacités financières et ses biais de perception. Dans ce cas, il se base non sur les probabilités objectives, mais sur les probabilités subjectives, perçues par le client, et il procure le conseil qui plaît au client ;

- le type de produits le plus rentable pour son institution ou correspondant aux objectifs de vente qui lui a été assigné. Dans ce cas, le conseiller agit dans son propre intérêt.

Point d'ancrage et asymétrie entre gains et pertes

Kahneman et Tversky (1979) mettent en évidence le fait que les individus n'évaluent pas les résultats dans l'absolu, mais en fonction d'un point d'ancrage, d'une attente, d'un point de référence, ou encore d'une norme qui est propre à chaque individu. Le rejet d'options comportant un risque de conséquences défavorables peut s'expliquer par deux processus comparatifs :

- l'individu accepte mal d'être déçu, c'est-à-dire de subir des conséquences défavorables par rapport à son point d'ancrage⁵. Celui-ci peut dépendre de son expérience passée ou d'anticipations. L'individu est plus sensible à une variation des conséquences lorsqu'elles sont dans le domaine des pertes (définies par rapport au point d'ancrage) qu'à une variation de même ampleur dans le domaine des gains ;

- les individus se comparent à leur

entourage. Une perte sera acceptée plus ou moins facilement selon qu'elle concerne un seul investisseur ou un ensemble d'investisseurs.

VERS UNE PROCÉDURE EXPÉRIMENTALE

Un exemple simplifié de mesure

La tolérance au risque et la transformation des probabilités sont donc largement documentées dans des contextes assez généraux. Les auteurs les ont étudiées dans le cadre des investissements financiers à l'aide d'un questionnaire en ligne⁶.

Les questions posées ont permis de mettre en valeur les fonctions d'utilité des répondants, de mesurer leur aversion au risque et de mettre en évidence les transformations des probabilités. Les questions sont du type suivant : « Lequel de ces deux actifs préférez-vous ?
- l'actif risqué A qui rapporte

126 000 euros avec 94 % de chances et 77 000 euros avec 6 % de chances ;
- l'actif certain B qui rapporte toujours 114 000 euros ».

L'actif A rapporte en moyenne 123 000 euros, ce qui est supérieur à 114 000 euros, le gain (certain) de l'actif B. La prime de risque pour un individu indifférent entre les actifs A et B coûte donc 9 000 euros (123 000 – 114 000). Si l'on ignore les biais dans la perception des probabilités ainsi que l'asymétrie entre gains et pertes, cette prime de risque mesure pour cet individu son aversion au risque. Pour connaître la prime de risque (ici assimilée à l'aversion au risque) de chaque individu, il faut connaître les valeurs pour lesquelles l'actif certain et l'actif risqué lui sont indifférents. Le questionnaire s'adapte aux réponses du répondant pour poser la question suivante. Les paramètres utilisés dans les questions sont aléatoires et diffèrent de répondant à répondant. Ceci augmente l'efficacité des réponses reçues, sans perturber le répondant qui n'en a pas conscience.

Enseignement (suite)

4- Une batterie de questions quantitatives et adaptatives est nécessaire pour estimer la valeur de la tolérance au risque (dans un contexte donné).

Les réponses aux loteries telles que celles décrites ci-dessus sont souvent incompatibles avec les réponses du même individu à d'autres loteries qui présentent des probabilités similaires

de gains et de pertes (qui sont donc moins sujettes aux transformations des probabilités). Le répondant fait preuve d'un « biais d'optimisme », s'il a tendance à s'imaginer trop souvent

du « bon côté de la barrière ». Dans ce cas, il surestime ses chances d'obtenir le gain maximal de 126 000 euros et les mesures auront tendance à sous-estimer son aversion au risque si elles ne tiennent pas compte de ce « biais d'optimisme ».

Inversement, il existe des situations comportant un risque faible lié à un enjeu de perte conséquente. On constate souvent dans ce cas un « biais de pessimisme » qui conduit les individus à surévaluer les petites probabilités d'obtenir de mauvaises performances et à délaissier les options correspondantes plus qu'ils

ne le devraient. Ainsi, les chutes brutales des indices boursiers et en particulier les crises ont des impacts importants sur les attitudes, les préférences et les comportements des investisseurs. Seule une partie de ces réactions est rationnelle, leur forte ampleur est irrationnelle. Ne pas tenir compte de cette tendance généralisée à un « biais de pessimisme » plus prononcé en période de crise conduirait inévitablement à surestimer l'aversion au risque des investisseurs ayant répondu à un questionnaire de risque au cours de telles périodes.

Enseignement

(suite)

5- Un suivi dans le temps des préférences des investisseurs est nécessaire afin de déterminer la part de réaction pondérée et rationnelle et la part de surréaction dans le comportement des investisseurs.

Ces mécanismes de surréaction face aux événements rares, mais de grande ampleur ne se constatent pas uniquement dans le domaine de la finance, mais aussi dans des domaines tels que les transports, par exemple. Ainsi, de nombreux voyageurs ont réagi aux événements de septembre 2001 en délaissant le transport aérien au profit de la voiture pour leurs déplacements de longue distance. La voiture étant beaucoup plus dangereuse que l'avion en termes d'accidents par kilomètre parcouru, le « biais de pessimisme » a eu pour conséquence une augmentation significative des décès (d'une ampleur comparable à celle du nombre

de décès causés directement le jour de la catastrophe).

Erreurs de mesures

La prise de mesures n'est pas sans poser un grand nombre de problèmes, théoriques et pratiques, listés ci-dessous. Nous les classons en trois sous-catégories dans le contexte de la mesure de la tolérance au risque des investisseurs.

Erreurs liées à la prise de mesures

Il s'agit des effets de cadrage relatifs

à l'influence de la présentation des questions sur le comportement des répondants. Ce sont des circonstances *a priori* extérieures à l'expérience qui influencent le choix des répondants. Il est essentiel que le responsable du protocole adopte une attitude neutre lorsqu'il interroge ses sujets. De même, dans le contexte bancaire, des réflexions, des conseils ou des remarques éventuelles des conseillers risquent d'influencer excessivement les données recueillies. Dans ce contexte, on peut s'interroger sur la part respective du client et de son conseiller dans la prise de décisions.

Erreurs liées aux réponses des individus

Manque d'attention, manque de concentration, apprentissage ou fatigue constituent aussi des sources d'erreurs dans les réponses collectées. Lorsque le même individu, placé dans les mêmes circonstances, doit répondre aux mêmes questions, on constate souvent qu'il fournit des réponses différentes. Les erreurs commises par le répondant ne sont pas toujours purement aléatoires. Elles peuvent correspondre à une stratégie du répondant qui cherche, plus ou moins consciemment, à répondre de façon à faire plaisir à l'enquêteur ou au conseiller financier, ou à lui donner la réponse à laquelle il pense que son interlocuteur s'attend. Certains répondants ont aussi tendance à masquer une première erreur par de nouvelles

erreurs pour restaurer la cohérence de leurs réponses⁷.

Les investisseurs ne comprennent pas toujours les questions qui leur sont posées. Un effort de formation important reste à consentir pour, d'une part, expliquer la terminologie en matière de placements (action, obligation, OPCVM, assurance-vie...) et, d'autre part, préciser différents concepts nécessaires à une bonne gestion patrimoniale (inflation, diversification...).

Erreurs liées à l'analyse et à la modélisation des comportements

Un certain nombre de facteurs non observables affectent les comportements des investisseurs et les réponses aux questions qui leur sont posées. Par exemple, le revenu, le montant total du patrimoine ou encore les avoirs détenus par les investisseurs (éventuellement dans plusieurs institutions financières) constituent des déterminants importants du niveau de tolérance au risque de ces derniers. Malheureusement, le répondant (face à son conseiller ou à un enquêteur) répugne souvent à révéler l'information sur son revenu, son patrimoine, la stabilité de sa situation professionnelle ou familiale, ou encore sur ses avoirs dans d'autres institutions financières.

Il est donc essentiel de réduire au mieux toutes les sources d'erreurs dans les données collectées auprès des investisseurs et de traiter celles restantes de manière appropriée.

Enseignement (suite et fin)

6- La législation actuelle ignore encore trop les questions relatives à la collecte et au traitement des différentes données inhérentes aux préférences et aux objectifs des investisseurs. Elle agit comme si les informations transmises par les investisseurs étaient parfaitement fiables. Il est nécessaire de prendre en compte les erreurs dans les réponses et d'analyser les données collectées par des techniques appropriées. À terme, une telle approche permettrait la constitution de bases de données dynamiques sur les clients, ce qui contribuerait à leur assurer un meilleur suivi dans le temps. D'autre part, une réflexion sur la prise en compte des différentes bases d'information sur les clients est nécessaire.

La directive MIF a mis les institutions financières face à des problématiques de trois ordres : interprétation du texte, mesure quantitative de la tolérance au risque et difficultés liées à la collecte de données.

Seuls les régulateurs peuvent préciser le périmètre de la loi et leurs interprétations qui ont considérablement varié selon les pays. Par ailleurs, les enseignements de la finance comportementale et les outils économétriques (par opposition au simple *scoring*) permettent d'apporter des réponses aux autres défis de la directive MIF. Finance comportementale et écono-

métrie peuvent contribuer à l'élaboration d'outils quantitatifs permettant d'estimer de manière précise et fiable l'attitude des investisseurs face au risque, dans toutes ses dimensions.

De tels outils peuvent être efficacement intégrés dans la chaîne CRM (*customer relationship management*), afin de réconcilier les objectifs de respect de la directive MIF et d'amélioration de la qualité du conseil. Nous rejoignons ici le point de vue des institutions financières qui voient la directive MIF comme une opportunité de renforcement de la relation client, et non comme une contrainte.

NOTES

1. Une version plus technique de cet article a été rédigée pour l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE).
2. Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant sur les mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil européens, en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.
3. Voir en particulier : Thaler, 1999 ; Prelec, 2004 ; Schiller, 2005 ; et le travail précurseur de Allais (1952).
4. Voir : Kahneman et Tversky, 1979 ; Schiller, 2003.

5. Voir : Thaler, 1999.

6. Disponible sur le site : www.RiskToleranceOnLine.com. Environ 6 000 individus ont rempli ce questionnaire depuis six ans. La collecte de données a été effectuée dans un cadre rigoureux d'économie expérimentale en ligne, développé en collaboration avec l'École polytechnique. Une version plus élaborée, destinée à être remplie par des étudiants dans le cadre de cours sur le risque, est protégée par mot de passe. Des données de comportements de placement effectifs ont aussi été collectées par TNS Sofres dans le cadre de nos études pour diverses institutions financières ou de régulation.

7. Une manière simplifiée consiste à supposer que pour chaque question, le répondant a une certaine probabilité, constante, de répondre de manière erronée. Il est possible d'être plus précis en construisant un modèle explicatif des erreurs effectuées par les répondants. Bien évidemment, une augmentation du nombre de questions et un meilleur traitement économétrique des erreurs tendent à réduire leur impact (de Palma, Picard et Ziegelmeyer, 2010).

BIBLIOGRAPHIE

ALLAIS M. (1952), « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats de l'école américaine », *Econometrica*, pp. 503-546.

BERNOULLI D. (1738), « Esquisse d'une théorie nouvelle de mesure du sort », *Cahiers du séminaire d'histoire des mathématiques*, vol. 6, 1985, pp. 61-77.

DE PALMA A., PICARD N. et ZIEGELMEYER A. (2010), « Individual and Couple Decision Behavior under Risk : the Power of Ultimate Control », *Theory and Decision*.

KAHNEMAN D. et TVERSKY A. (1979), « Prospect Theory : an Analysis of Decisions under Risk », *Econometrica*, vol. 47, pp. 313-327.

PRELEC D. (2004), « A Bayesian Truth Serum for Subjective Data », *Science*, vol. 306, n° 5695, pp. 462-466.

SCHILLER R. (2003), *The New Financial Risk in the 21st Century Order*, Princeton University Press.

THALER R. (1999), « Mental Accounting », *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 12, pp. 183-206.

