

# Conseils automatisés : le regard de la finance comportementale

Colloque de l'AMF – 20 Juin 2016



AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

M.-H. Broihanne, LaRGE, EM Strasbourg, Professeur Université de Strasbourg

# Sommaire

1. Les caractéristiques de la relation de conseil et la demande de conseils financiers
2. Les facteurs de suivi et d'efficacité des conseils financiers
3. Biais comportementaux et effets de framing dans les questionnaires de profils clients

# Section 1



## **LES CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION DE CONSEIL ET LA DEMANDE DE CONSEILS FINANCIERS**

# La relation de conseil

- Relation entre **knowledge source** et **knowledge seeker** (Levin & Cross, 2004) caractérisée par :
  - Caractéristique relationnelle -> ressource utilisée/valeur retirée approchée par le **degré de confiance**
  - Caractéristique structurelle -> degré d'interaction approché par **longueur de la relation** (Nahapiet & Ghoshal, 1998; Tsai & Ghoshal, 1998)
- Ces deux facteurs contribuent à augmenter le transfert de connaissances.
- **Impact >0 de la confiance en matière financière** : services financiers (Singh & Strieter, 2001; Cox, 2007; Diacon & Ennew, 2001; Redhead, 2011), produits financiers (Diacon & Ennew, 2001; Redhead, 2011), conseils financiers (Redhead, 2011), marchés financiers (Sapienza & Zingales, 2012; Redhead, 2011), courtiers, banquiers (Sapienza & Zingales, 2012; Guiso, Sapienza, & Zingales, 2008), institutions, gouvernements, banques (Sapienza & Zingales, 2012).
- Auto-perception d'une faible littératie financière et confiance dans le conseiller expliquent conjointement la **demande de conseils financiers** (Georgarakos & Inderst, 2014)
- Aucune étude en finance sur l'impact de la durée de la relation

# Transfert de connaissance et confiance

- **Confiance** = “*the willingness of a party to be vulnerable to the actions of another party based on the expectation that the other will perform a particular action important to the trustor, irrespective of the ability to monitor or control that other party*” (Mayer *et al.*, 1995)
- Construit multi-dimensionnel :
  - “Competence-based trust”, i.e. les compétences dans un domaine précis
  - “Benevolence-based trust”, i.e. la bienveillance du conseiller vis-à-vis du conseillé
  - “Integrity-based trust”, i.e. la perception du conseillé que le conseiller partage avec lui un ensemble de valeurs
- “*Trusting a knowledge source to be **benevolent** and **competent** should increase the chance that the knowledge receiver will learn from the interaction*” (Levin & Cross, 2004, p. 1479).
- “Benevolence” dans le cas des robo advisors ?
- Sensibilité des individus à des signes de confiance (recommandations...) et à la possibilité de conseils personnalisés ainsi qu’à l’identification du conseiller dans le cas des conseils online (Sillence & Briggs, 2007).
- Confiance dans des sites internet de conseil augmente avec la perception de la sécurité de la transaction, la réputation du site, la qualité de son design et la facilité de navigation (Pi *et al.*, 2012).

# La demande de conseils financiers



- Financial literacy = Education / Connaissances et compétences financières (Lusardi et Mitchell, JEL 2014)
- Préoccupation récente de l'OCDE (rapport PISA, juillet 2014), du Consumer Financial Protection Bureau.
  - Manque de sophistication financière
  - Impact sur l'épargne : 1 américain sur 4 seulement pourrait faire face à une dépense imprévue de 2000\$ dans les 30 jours (Lusardi *et al.*, 2011).
- Niveau de compréhension n'est pas suffisant pour garantir que les ménages prennent des décisions éclairées (Calcagno and Monticone, 2015)
- Corrélation  $>0$  entre éducation financière et performances financières mais absence de causalité.
- Conseils financiers (automatisés ou non) pourraient combler ce besoin.
- Quel impact sur les performances ?

# Section 2



## **LES FACTEURS DE SUIVI ET D'EFFICACITÉ DES CONSEILS FINANCIERS**

# Quelle cible pour les conseils financiers?



- **Quels individus ont le plus besoin de conseils ?**

- Femmes (Hung & Yoong, 2010, Hackethal *et al.*, 2012)
- État psychologique anxieux (Gino *et al.*, 2012)
- Préférence pour le futur (Meier & Sprenger, 2013)

-> or conseil financier vise plutôt une clientèle riche et sophistiquée du fait des schémas incitatifs des rémunérations des conseillés (Calcagno & Monticone, 2015)

- **Quels individus demandent effectivement des conseils ?**

- La reconnaissance de sa propre ignorance est liée à une faible demande d'informations supplémentaires (Calcagno & Monticone, 2015).
- Les individus qui ont les connaissances les plus faibles ont tendance à sur-estimer leurs compétences (Kruger & Dunning, 1999).
- Les biais comportementaux (i.e., l'excès de confiance) expliquent la non demande de conseils des individus qui en ont besoin (Guiso & Jappelli, 2006).
- La prise de décision en incertitude déclenche la demande de conseils (Gibbons *et al.*, 2003)



# Quelle efficacité des conseils financiers ?



La théorie financière classique recommande qu'un investisseur adverse au risque (prudent) détienne un portefeuille diversifié qui reflète son appétence au risque.

-> En pratique, les ratios actions/obligations recommandés augmentent avec l'appétence au risque (Canner *et al.*, 1997)  $\neq$  CAPM

-> Des facteurs comportementaux interviennent.

- **Les conseils sont-ils de qualité ?**

- Le conflit d'intérêts «vente de produits financiers/conseils financiers » conduit à des conseils biaisés (Stoughton *et al.*, 2011) et à de faibles performances (Bergstresser *et al.*, 2009, Shapira & Venezia, 2001)
- Conflit d'intérêts atténué par divulgation par une tierce personne du conseil ou si le client a le temps de prendre sa décision (Sah *et al.*, 2013)

- **Les conseils sont-ils suivis ?**

- Les conseils sont d'autant moins suivis que les individus ont une littératie financière importante et une perception élevée des conflits d'intérêts (Hackethal *et al.*, 2010).
- Un conseil a plus de chances d'être suivi s'il a été sollicité (Gibbons *et al.*, 2003).
- Un conseil est perçu comme ayant plus de valeur lorsqu'il est payant (Gino, 2008) mais nombreux sont les individus qui refusent de payer tant qu'ils n'ont pas vu les bénéfices des conseils (Hoffman *et al.*, 2012)

# Quelle efficacité des conseils financiers ?



- **Les conseils sont-ils efficaces ?**

- Les portefeuilles conseillés en vue de la préparation de la retraite sont plus risqués et moins performants que ceux gérés en direct (Chalmers & Reuter, 2012, Hackethal *et al.*, 2012)
- Mais après contrôle du choix endogène du conseil (meilleurs clients sont plus susceptibles d'être conseillés) -> résultat inverse pour Kramer (2012) et Kramer & Lensink (2012)
- Etude qui contrôle l'absence de biais du conseil : Bhattacharya *et al.* (2012) -> conseils peu suivis et peu efficaces : « *investors hardly follow the advice and do not improve their portfolio efficiency by much* ».
- Mais, comparés à des investisseurs qui ne font confiance qu'à leurs propres compétences, les portefeuilles conseillés sont plus performants (Von Gaudecker, 2015)
- Etude séparée des transactions conseillées vs. non conseillées -> portefeuilles conseillés moins sujets aux biais comportementaux mais aussi moins performants (Hoechle *et al.*, 2016)

# Section 3



## **BIAIS COMPORTEMENTAUX ET EFFETS DE FRAMING DANS LES QUESTIONNAIRES DE PROFILS CLIENTS**

# Conseils et biais comportementaux (1)



- Conseil financier : « people to people » business -> sujet aux mêmes influences que toutes les interactions humaines.
  - Choix individuels différent des choix rationnels des modèles financiers
  - Heuristiques utilisées (Gigerenzer & Todd, 1999) à la place des techniques plus complexes -> décisions biaisées en finance (Kahneman & Riepe, 1998), par ex :
    - o Biais d'inertie
    - o Diversification insuffisante et sous optimale (Heuristique 1/n, biais employeur, biais local)
    - o Biais de disposition (tendance à vendre les titres “gagnants” trop rapidement et à garder en portefeuille trop longtemps les titres “perdants”)
    - o Excès de confiance / Illusion du contrôle
    - o Biais de représentativité / Narrow framing
- > Les conseils financiers peuvent aider les individus à éviter ces erreurs mais ...

# Conseils et biais comportementaux (2)



-> Les conseils financiers peuvent aider les individus à éviter ces erreurs mais les conseillers professionnels peuvent aussi tirer profit de ces influences comportementales (« How behavioural science can improve financial advice services », Vlaev, Nieboer, Martin, Dolan, *Journal of financial Services Marketing*, 2015)

Par exemple, utiliser le fait que montrer aux gens des photos d'eux vieillies de façon artificielle augmente leur propensité à épargner (Hershfield *et al.*, 2011).

-> Les conseillers professionnels sont également sujets aux mêmes biais comportementaux : biais de disposition des gérants de fonds (Jin et Scherbina, 2010), des traders sur futures obligataires et indiciels (Frino, Johnson, Zheng, 2004, Garvey et Murphy, 2004), Biais d'ancrage des gérants de fonds (Kaustia *et al.*, 2008), Sur-confiance des gérants (Glaser *et al.*, 2010, Puetz et Ruenzi, 2011)

# Effets attendus des questionnaires de profils et des conseils automatisés



## Avantages

- Les réponses ne sont pas affectées par les conversations avec un conseiller financier.
- Les réponses permettent d'établir des profils au regard de caractéristiques connues pour impacter les attitudes face au risque (statut marital - Bertocchi, Brunetti and Torricelli, 2011-, genre -Daruvalla, 2007-, age -Ackert et al., 2002- niveau d'éducation -Cole et al., 2014).
- Qualité de conseil / prise de risque sont similaires en ligne et en face-à-face mais moins de « sur mesure » en ligne (Ciccotello & Wood, 2001)
- Conseil vidéo ou audio préféré aux autres modes en ligne / sensibilité au risque similaire quel que soit le mode (Riegelsberger et al., 2005)

## Inconvénients

- Tests en ligne -> investisseurs “do-it-yourselfers” -> excès de confiance exacerbé par l'illusion de contrôle adossée à l'illusion de connaissance (Barber & Odean, 2001, Volpe *et al.*, 2002).
- Attitudes face au risque et choix dans le risque sont souvent incohérents en pratique (Weber *et al.*, 1997).
- Choix différent lorsque les conséquences sont « vécues » / « hypothétiques » (Experienced Utility -> Hertwig *et al.*, 2004)
- La perception du risque dépend d'autres facteurs difficiles à appréhender : émotions (Loewenstein, 2001), confiance (Guiso et al., 2008), relations sociales (Hong et al., 2004), impact des médias (Sjöberg et al., 2000).
- Marinelli et Mazzoli (2014) montrent que les informations recueillies dans les questionnaires MiFID sont insuffisantes pour établir des profils clients.

# Quelques effets de framing



- Exemple de problème classique sur framing : *les individus évaluent le steack haché meilleur lorsqu'il est décrit comme contenant « 80% de viande maigre » que lorsqu'il est présenté comme contenant « 20% de graisses »*
- Framing : présentation des options, ensemble de choix, ordre de présentation
- **Framing ou présentation des options** (Brown *et al.*, 2008) :
  - Placement dans un compte épargne > Placement dans une rente viagère si accent mis sur la décision d'investissement mais,
  - Placement dans un compte épargne < Placement dans une rente viagère si accent mis sur la possibilité de consommation future
- Autre exemple (Bateman *et al.*, 2014) : prise de risque plus forte si le risque est présenté sous forme de graphique ou de texte -> faible littéracie=plus de susceptibilité aux effets de framing.
- **Impact du choix par défaut** : le biais d'inertie transforme l'inaction en décision.
- Madrian et Shea (2000), même si beaucoup d'autres alternatives sont offertes (Engström et Westerberg, 2003). Exemple du don d'organe (Agnew et Szykman, 2005)

# Quelques effets de framing



- **Ensemble de choix :**

- -> Questions ouvertes/fermées
  - Erreurs d'interprétations lorsque liste contrainte, mais
  - apport d'information : meilleur apprentissage avec des QCM que des réponses vrai/faux (Bruine de Bruin & Fischhoff, 2000).
  - Un petit nombre de choix facilite la compréhension, mais
  - augmente le taux d'affirmations favorables car les réponses alternatives ne sont pas évoquées (Cronbach, 1941, Koriat et al., 1980).
  - Une question ouverte donne plus fréquemment de réponses à 50% qu'une échelle visuelle de 0% à 100% (Fischhoff et al., 1999)
  - Une 3<sup>ème</sup> option aide à choisir entre deux (Simonson & Tversky, 1992)

- **Effets d'ordre :**

- Questions générales en premier.
- Ordre des réponses important (d'autant plus avec les menus déroulant sur le web)



# Section 4



## CONCLUSION

"A full understanding of human limitations will ultimately benefit the decision-maker more than will naïve faith in the infallibility of his intellect."

*Paul Slovic*

*Journal of Finance*

*1972*

# Conclusion



- Qu'est-ce que les individus valorisent dans les conseils?
- Conseil sur mesure, même en ligne
- L'expertise ne justifie pas le jargon -> mots simples et présentation claire des conseils
- Quelques points de vigilance :
  - Importance de la présentation du risque et des questionnaires profils clients en général
  - Normes sociales et options par défaut comptent
  - Les conseils peuvent réduire les biais comportementaux ou les exploiter

MERCI DE VOTRE ATTENTION