

# Une évaluation des questionnaires MIF en France

---

André de Palma et Nathalie Picard

Le 22 avril, 2012

## Note de problématique

Quelles sont les conditions à remplir par un questionnaire MIF ou profil de risque pour qu'il soit utile à l'adéquation produit-client ?

Un cadre législatif a été élaboré au niveau national et européen pour protéger les investisseurs. La législation européenne MIF met l'accent sur la nécessité pour l'entreprise financière de déterminer le « profil de risque » de ses clients ou prospects. Ce profil, de nature multidimensionnelle, englobe les notions de durée de placement, de but de l'investissement, de connaissance et d'expérience et surtout de « préférences en matière de risque ».

Face à l'ambiguïté de la notion de *préférences en matière de risque* dans la directive MIF, nous nous sommes appuyés sur un rapport national, le rapport Delmas-Marsalet, ainsi que sur les enseignements de la finance comportementale afin de mieux expliciter les principales dimensions des *préférences en matière de risque* que sont l'aversion au risque, l'aversion aux pertes et les biais d'optimisme ou de pessimisme.

On peut constater que les entreprises financières tardent à investir dans des outils répondant pleinement à l'*esprit* de la directive, de sorte que notre étude suggère que l'investisseur n'est pas encore suffisamment protégé et conseillé lorsqu'il effectue ses investissements financiers. Les autorités régulatrices ont à ce niveau un rôle essentiel à jouer afin d'inciter les institutions financières à respecter l'*esprit* de la directive en mesurant précisément les différentes dimensions du profil de risque, et les guider dans cette démarche délicate. La quantification des différentes dimensions des préférences en matière de risque dans le cadre de chaque projet d'investissement constitue, en effet, un préalable indispensable à une bonne adéquation produit-client.

Nous sommes convaincus que les bénéfices (à court terme pour les investisseurs, et à moyen ou long terme pour les institutions financières) de la mise en place de questionnaires de profil de risque conformes aux enseignements de la finance comportementale dépasseront l'investissement initial que cela implique. En ces périodes de trouble dans les métiers de la finance, il est important de se montrer ouvert aux innovations permettant d'offrir de meilleurs services à la clientèle.

Les 10 éléments indispensables à prendre en compte pour qu'un questionnaire de profil de risque contribue efficacement à l'adéquation produit-client tout en respectant l'*esprit* de la directive MIF sont repris ci-dessous :

**1. Mesure de la connaissance et de l'expérience en matière d'investissement :**

Ces notions doivent être évaluées à la fois au niveau objectif (nombre d'années de pratique) et subjectif (auto-évaluation du degré d'expertise par l'investisseur).

**2. Mesure du patrimoine, des ressources et des besoins :**

Ces informations doivent être renseignées à la fois pour le répondant, pour son conjoint éventuel, pour les éventuels autres membres du foyer, et pour le foyer dans son ensemble. Elles peuvent être collectées, par exemple, dans le cadre d'un questionnaire de découverte patrimoniale.

**3. Horizon d'investissement et des risques de sortie anticipée :**

Il est indispensable d'interroger l'investisseur sur la durée envisagée pour son placement afin de déterminer la composition optimale de cet investissement. Néanmoins, cette information est insuffisante car, comme clairement indiqué dans le rapport Delmas-Marsalet, il faut aussi tenir compte du risque que

l'investisseur soit amené à retirer tout ou partie de ses fonds avant d'avoir atteint la durée initialement envisagée. En cas de sortie anticipée, le risque peut être considérablement accru. D'une part l'investisseur doit en être explicitement informé ; d'autre part, si le risque de sortie anticipée est non négligeable, il convient d'adapter la composition du portefeuille pour limiter les risques en cas de sortie anticipée.

**4. Mesure multidimensionnelle de l'attitude face au risque :**

L'aversion (ou la tolérance) au risque n'est pas le seul élément constitutif de l'attitude face au risque, et donc n'est donc pas le seul élément à prendre en compte pour constituer un portefeuille adapté à l'investisseur. Conformément aux enseignements de la finance comportementale, les principaux autres éléments à prendre en compte sont la tolérance aux pertes, l'optimisme et le pessimisme.

**5. Evaluation de la tolérance aux pertes :**

Deux investisseurs peuvent réagir de façon similaire aux fluctuations de leur portefeuille tant que ces fluctuations n'impliquent pas de pertes par rapport à leur investissement initial ou par rapport à une valeur de référence qui leur est propre. Mais ces deux investisseurs peuvent réagir très différemment face au risque de perte en capital pour un même niveau de volatilité. Les travaux que nous menons depuis une dizaine d'années montrent que la tolérance aux pertes varie beaucoup d'un investisseur à l'autre. Or elle influence fortement la composition du portefeuille optimal, à tolérance au risque identique. En cas de forte volatilité, l'aversion au risque peut être plus importante que l'aversion aux pertes.

**6. Prise en compte de l'optimisme et du pessimisme des investisseurs :**

Lorsqu'un investisseur remplit un questionnaire de risque, ou lorsqu'il compose son portefeuille ou suit ses investissements, il a généralement tendance à accorder trop d'importance aux situations extrêmes (ayant peu de chances de se produire) telles que des pertes en capital importantes ou un rendement exceptionnellement élevé. Dans le premier cas, ils sont excessivement pessimistes ; dans le second, ils sont excessivement optimistes, les deux cas de figure n'étant pas exclusifs. Les travaux que nous menons depuis une décennie montrent que le degré d'optimisme ou de pessimisme varie beaucoup d'un investisseur à l'autre et influence beaucoup les réponses aux questionnaires visant à mesurer la tolérance au risque, que ce soit à travers des questions qualitatives ou des questions quantitatives. Un questionnaire de profil de risque se doit de mesurer le degré d'optimisme ou de pessimisme de l'investisseur, et de transmettre cette information au conseiller financier qui devra prendre les mesures pédagogiques nécessaires (éducation financière) pour expliquer à l'investisseur le niveau réel de risque des produits dans lesquels il envisage d'investir.

**7. Mesure quantitative de l'attitude face au risque :**

Les différentes dimensions de l'attitude face au risque mentionnées dans les points 4 à 6 doivent être quantifiées précisément pour être prises en compte dans la composition du portefeuille optimal. A chacune de ces notions correspondent des règles quantitatives précises quant à la composition du portefeuille. Ainsi, la tolérance au risque détermine un niveau de volatilité à ne pas dépasser pour le portefeuille. De même, la tolérance aux pertes détermine un niveau de perte (espérée) qui ne doit pas être dépassé.

**8. Correction de l'effet de la conjoncture :**

Le niveau de tolérance au risque, ou aux pertes, ainsi que le degré d'optimisme ou de pessimisme sont très influencés par la conjoncture, dans un sens très défavorable aux investisseurs. En effet, le biais d'optimisme était maximal lorsque le CAC était au plus haut et ne pouvait que baisser, ce qui a induit massivement les investisseurs peu expérimentés et très influençables à investir dans des produits très risqués à la période la plus défavorable pour le faire. De même, le biais de pessimisme a induit les investisseurs à choisir des produits très peu risqués et très peu rentables en moyenne dans les périodes de fin de crise où le CAC 40, au plus bas, offrait en réalité des perspectives très attrayantes. Cette tendance pro-cyclique génère des biais conjoncturels dans les réponses au questionnaire. Il convient de les corriger par des méthodes économétriques adéquates.

**9. Approche multi-projet :**

Le profil de risque de l'investisseur doit être analysé projet par projet. En effet, l'horizon d'investissement et la tolérance au risque ou aux pertes varient sensiblement d'un projet d'investissement à l'autre pour un même investisseur.

**10. Contextualisation des questions :**

Les questions visant à mesurer l'attitude face au risque doivent nécessairement être formulées dans le contexte de l'investissement envisagé. En effet, un même individu peut parfaitement être très tolérant au risque dans sa vie quotidienne (par exemple, il ne prend pas de parapluie le matin lorsque le temps est menaçant, ou il pratique des sports dangereux tels que le parapente ou la course automobile), et beaucoup plus averse au risque que la moyenne dans ses investissements, ou réciproquement. Dans ce

cas, les questions hors contexte, comme celle portant sur la prise de risque dans le contexte de la vie quotidienne, ne sont d'aucune utilité pour fournir un conseil en investissement.

**11. Suivi dans le temps et traçabilité des informations :**

Le profil de risque de l'investisseur doit être mis à jour à chaque événement de la vie important tel que naissance, séparation, décès d'un proche, changement professionnel, déménagement, etc. En l'absence de changement, une mise à jour annuelle est recommandée. L'économétrie doit reposer sur des bases de données, dont la collecte est longue mais nécessaire.

# Une évaluation des questionnaires MIF en France

**André de Palma**

ENS Cachan et X

**Nathalie Picard**

UCP et X

---

Les conséquences de la crise financière sur l'épargne des ménages et la commercialisation des produits financiers

**AMF-ACP le 11 mai 2012**

## Plan de l'étude

- ▶ Cadre réglementaire et apports théoriques
- ▶ Analyse qualitative *ex ante* des questionnaires
- ▶ Analyse quantitative *ex post* des questionnaires
- ▶ Recommandations pratiques et mise en œuvre
- ▶ Impact de la crise financière

# Motivation et parties prenantes

- ▶ Choix des stratégies d'investissement
- ▶ Pédagogie des produits
  - Explication, historique et prédictions
- ▶ Les paramètres fondamentaux
  - Montant, durée, niveau de risque, niveau de perte tolérée, objectifs à échéance, ...

# Cadre réglementaire et apports théoriques



# Textes de référence

- ▶ Directive MIF
- ▶ Textes permettant de préciser l'« esprit » de la directive :
  - ➔ Interprétation de la Directive MIF élaborée par l'AMF
  - ➔ A consumer's guide to MiFID (CESR)
  - ➔ Rapport Delmas-Marsalet, relatif à la commercialisation des produits financiers
- ▶ Enseignements de la finance comportementale
- ▶ Littérature économique et psychologique (théorique et empirique)



# Notions pertinentes retenues: Conformité U profil de risque

- ▶ Préférences en matière de risque
  - aversion au risque et aux pertes, déformation des probabilités
- ▶ Durée du placement
- ▶ But de l'investissement
  - Comptabilité mentale
- ▶ Education financière
- ▶ Expérience en tant qu'investisseur
  - Biais d'optimisme ou de pessimisme
- ▶ Situation financière

# Méthodologie

- ▶ *Ex ante* : **contenu** des questionnaires en fonction des notions jugées pertinentes pour le texte et/ou l'esprit de la directive
  - ➔ Notes de conformité (respect texte & esprit de la directive)
  - ➔ Analyse des données
  - ➔ Classification des questionnaires
- ▶ *Ex post* : **réponses** aux questionnaires, capacité à prédire un indice de risque (questionnaire de référence)
  - ➔ Evaluation des scores existants
  - ➔ Elaboration de scores artificiels
  - ➔ Corrélations des scores artificiels entre eux, avec l'indice de risque, et avec les scores définis par les IF

# Notions abordées dans les textes

Thèmes et critères		MIF	AMF	CESR	DELMAS-MARSALET
<b>1. Caractéristiques individuelles</b>	Sexe				
	Age			X	X
	Profession	X		X	X
	Education				
	Situation familiale				X
<b>2. Situation financière</b>	Patrimoine	X	X	X	X
	Revenus réguliers + source	X	X	X	X
	Dettes			X	X
	Besoins réguliers	X	X	X	X
<b>3. Objectifs d'investissement</b>	Durée	X	X	X	X
	Liquidité				X
	But	X	X		X
	Montant				X
	Source des fonds à placer				
	Préférences en matière de risque	X	X	X	X
<b>4. Connaissance &amp; Expérience des marchés financiers</b>	Expérience investisseur	X	X	X	X
	Connaissance produits financiers	X	X	X	X
	Autonomie, confiance				

# Analyse qualitative *ex ante* des questionnaires



# Notes de conformité : résultats

- ▶ QC dominé par tous les autres questionnaires
- ▶ QE et QL dominant tous les autres questionnaire

	QB	QC	QD	QE	QF	QG	QH	QI	QJ	QK	QL	QM	QN	QO
<b>MIF</b>	59	14	59	82	32	18	64	32	55	32	68	50	50	45
<b>AMF</b>	69	19	63	88	38	25	63	38	50	38	81	50	63	44
<b>DM</b>	69	14	62	69	28	14	66	28	52	28	76	52	41	38
<b>CESR</b>	59	14	59	77	27	18	59	27	45	32	68	45	50	45
<b>MIFS</b>	47	12	44	49	21	16	49	26	42	19	63	40	30	26
<b>Moyenne</b>	<b>60</b>	<b>14</b>	<b>57</b>	<b>73</b>	<b>29</b>	<b>18</b>	<b>60</b>	<b>30</b>	<b>49</b>	<b>29</b>	<b>71</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>40</b>

## Notes de conformité : similitudes et différences entre critères

- ▶ Les notes de conformité selon les 5 référentiels varient globalement dans le même sens, et sont très corrélées à la longueur du questionnaire mais :
  - ➔ Une ACP fait ressortir deux axes de différenciation entre questionnaires en termes de poids **relatifs** accordés aux différents thèmes
  - ➔ Une classification fait ressortir 4 classes de questionnaires

# Typologie des questionnaires

- ▶ **Classe 1**: accent sur caractéristiques individuelles ou de montant de l'investissement au dépens des connaissances et l'expérience
- ▶ **Classe 2**: inverse classe 1
- ▶ **Classe 3**: beaucoup de poids aux préférences en matière de risque, sans négliger les autres thèmes
- ▶ **Classe 4** : accent quasi exclusif sur les préférences en matière de risque, aux dépens de tous les autres thèmes

# Analyse quantitative *ex post* des questionnaires





# Constitution des bases de données

	Taux de réponse
Clients IF Banque de Détail	1,7%
Clients IF Banque Privée	1,8%
Panel SoFia	≈ 40%
Sous total TNS Sofres	≈5,6%
CGP	8,2%
Clients CGP	7,9%
APAI	11,1%
Etudiants	81,6%
Autres (IF participantes)	31,3%
Sous total Evaluation-MIF	10,1%
<b>Total</b>	<b>≈5,9%</b>

# Indice de Risque

- ▶ Hypothèse : fonction d'utilité CRRA

$$U_{\theta,\lambda}(x) = \frac{x^{1-\theta} - 1}{1-\theta} (1 + \lambda 1_{x>1}) \text{ pour } \theta \neq 1, x > 0$$

où  $\theta$  = aversion au risque

- ▶ Tolérance au risque :  $\gamma = 1/\theta$
- ▶ 3 séries de loteries → 3 mesures de  $\gamma$  pour un même individu
- ▶ **Indice de risque (IR)**  
= moyenne des 3 mesures de  $\gamma$

# Déterminants de l'Indice de Risque

- ▶ Caractéristiques individuelles :
  - Sexe
  - Age
- ▶ Situation financière :
  - Patrimoine (global, financier, immobilier)
  - Revenus (montant, source, régularité)
- ▶ Objectifs :
  - But de l'investissement, montant
  - Fluctuations acceptées, risque accepté
  - Choix entre placements (loteries)
- ▶ Connaissance et expérience :
  - Connaissances placements et modes de gestion
  - Transactions pour l'année passée, détention, placements passés

## Score Artificiel

- ▶ Meilleure prédiction de l'Indice de Risque qui peut être obtenue à partir des réponses aux questions
- ▶ Score optimal, compte tenu des questions posées, pour évaluer la tolérance au risque
- ▶ Peut être calculé pour tous les questionnaires

# Evaluation globale des questionnaires

	QB	QC	QD	QE	QF	QG	QH	QI	QJ	QK	QL	QM	QN	QO
<b>R<sup>2</sup> ajusté (variables significatives)</b>	32,3%	14,7%	16,6%	31,3%	19,2%	25,7%	16,5%	9,7%	12,0%	4,3%	42,6%	42,4%	29,9%	22,0%

## Cohérence entre les scores existants

	QA	QB	QC	QD	QE	QF	QG
QA		277	232	218	85	108	88
QB	33,17% ****		35	23	6	2	0
QC	-1,91% NS	20,41% *		22	12	0	0
QD	18,87% ****	19,00% NS	19,95% NS		12	0	0
QE	43,62% ****	10,61% NS	41,32% **	30,82% NS		0	0
QF	9,39% NS	ND	ND	ND	ND		0
QG	44,91% ****	ND	ND	ND	ND	ND	

QA = Questionnaire de référence permettant de définir l'Indice de Risque

# Conclusions et recommandations pratiques



# Synthèse de la méthode

- ▶ Analyse *ex ante*
- ▶ Analyse *ex post*...
  - ... des questionnaires des IF utilisés à ce jour
  - ... des règles de *scoring* transmises
- ▶ Mise en place par notre équipe de la **méthode des *scoring* artificiels**



# Recommandations générales

- ▶ Mobiliser les **outils scientifiques** disponibles pour optimiser les profils de risque et l'adéquation produit-client :
  - Economie expérimentale
  - Économétrie (modèles de choix discrets)
  - Finance comportementale

## Recommandations à court terme


1. **Ajouter** les questions requises par le texte ou l'**esprit** de la directive MIF
2. Poser les questions dans le **contexte spécifique** de la finance, et non pas dans des situations extra-financières
3. Généraliser l'utilisation des règles de **scoring**

# Recommandations à moyen terme

1. Suivi des clients: sinon **perte d'information**
2. Approche multi-projet: sinon **mélange d'informations** qualitativement diverses
3. Prise en compte de la conjoncture: pour éviter une **prise de risque excessive ou insuffisante** (corriger les biais d'optimisme et de pessimisme)
4. Mesures qualitatives mais aussi quantitatives : sinon **impossibilité de passer à une recommandation** à partir du questionnaire

## Etapes suivantes

Mise en place des ajustements  
(à la marge ou de base)  
Evolution de la directive MiFID  
Extension à l'assurance vie  
(ACP)



## Etapes suivantes (suite): éclairer le choix des consommateurs

### Rendement cumulé en fonction de l'échéance dans les évaluations optimiste, médiane et pessimiste

