



SEPTEMBRE 2022

**LES CONSTATS DES ÉTUDES MENÉES SUR
LA LISIBILITÉ DES DOCUMENTS
D'INFORMATION À DESTINATION DES
INVESTISSEURS PARTICULIERS**

ÉVALUER LA LISIBILITÉ DES DOCUMENTS D'INFORMATION À DESTINATION DES INVESTISSEURS PARTICULIERS

Afin de bénéficier pleinement de la protection offerte par la réglementation, comprendre ce qu'ils achètent et prendre des décisions adéquates, les épargnants devraient lire et comprendre les documents d'information qui leur sont destinés.

Conformément à ses missions, l'AMF veille à la qualité des documents mis à la disposition des investisseurs (l'information doit être claire, exacte et non trompeuse). Elle œuvre également, par ses actions de pédagogie, pour rendre l'investisseur plus autonome et mieux à même de comprendre l'information fournie par les professionnels.

RÉGLEMENTATION : DES EXIGENCES DE CLARTÉ ET DE SIMPLICITÉ

La réglementation européenne demande aux professionnels de mettre à disposition des épargnants une information compréhensible, en particulier sur les caractéristiques des produits d'investissement proposés¹.

S'agissant des produits « packagés » (placements collectifs, produits fondés sur l'assurance-vie...), elle précise que l'objectif du document d'informations clés est de fournir à l'investisseur une information synthétique qui présente les renseignements essentiels et nécessaires à sa prise de décision. Cette information doit être « résumée dans un langage concis, clair et aisément compréhensible ».

Le document (DIC PRIIPS) doit être « présenté et mis en page d'une manière qui en rend la lecture aisée, notamment par l'utilisation de caractères d'une taille lisible². Il doit être clairement formulé et rédigé dans un langage qui facilite pour l'investisseur la compréhension des informations communiquées, notamment en utilisant un langage et un style de communication qui facilitent la compréhension informations, notamment dans un langage clair, succinct et compréhensible ». Il « évite l'usage de jargon et de terminologie financiers, qui ne peuvent être immédiatement compris par les investisseurs de détail ».

En 2011, l'AMF a publié un guide pour la rédaction des communications publicitaires et la commercialisation des placements collectifs et des SOFICA³ qui rappelait que, pour être claire, l'information doit permettre à un investisseur de comprendre les caractéristiques principales du placement collectif dans lequel il investit et que le vocabulaire utilisé dans la présentation du placement collectif doit être compris par la cible de clientèle à laquelle il est destiné, ce qui ne permet pas d'utiliser un vocabulaire trop technique ou jargonnel au regard de la clientèle cible, ni un vocabulaire ambigu dont le sens commun ne correspond pas à la réalité économique du placement collectif.

Par ailleurs, en 2021, l'AMF a mis à la disposition des professionnels concevant les supports commerciaux relatifs à des titres de créance structurés un guide à vocation pédagogique⁴ pour les accompagner dans la mise en œuvre de la réglementation applicable. Cet outil complète le dispositif déployé par l'AMF depuis plusieurs années afin de prévenir le risque de mauvaise présentation de ces produits auprès d'une clientèle non professionnelle.

¹ Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014, dite directive « MIF2 ». Extrait de l'article 24 : « Les informations ... sont fournies sous une forme compréhensible de manière que les clients ou clients potentiels puissent raisonnablement comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents. »

² Extraits du règlement européen sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPs), Règlement (UE) N° 1286/2014 du 26 novembre 2014 et de son règlement délégué 2017/653 du 8 mars 2017.

³ Position - recommandation AMF - DOC-2011-24

⁴ Guide pour l'élaboration des communications à caractère promotionnel relatives à des titres de créance structurés publié le 21 avril 2021.

L'AMF s'est dotée en 2018 d'un dispositif d'études qualitatives permettant de recueillir auprès d'un panel d'épargnants leur perception de la lisibilité et de la clarté des documents qui leur sont destinés.

Plusieurs études ont déjà été réalisées et publiées sur le site de l'AMF⁵, notamment :

- Les documents portant sur les placements à formule (juillet 2018),
- Les documents portant sur les placements responsables (juillet 2019 et juin 2021),
- L'information sur les frais des placements financiers (avril 2020).

L'objectif de ces études qualitatives est de comprendre en profondeur les mécanismes de lecture des épargnants et de mettre en évidence, à partir de documents testés, leur niveau de compréhension et d'appropriation des informations qui leur sont destinées.

L'information est-elle jugée lisible ? Quels sont les problèmes relevés par les épargnants ? Quelles sont les bonnes pratiques en termes de lisibilité ?

LE DISPOSITIF DES ÉTUDES DE LISIBILITÉ

Le prestataire sélectionné par l'AMF constitue un panel d'épargnants auquel il demande de lire attentivement, depuis leur domicile, via un forum en ligne d'une durée de 5 à 7 jours, des documents d'informations réglementaires et/ou promotionnels selon un protocole validé en amont par l'AMF. Les participants sont invités, de façon progressive, à donner leur avis sur les informations consultées.

L'effort demandé aux participants ne reproduit pas la situation habituelle d'un épargnant. Il met en relief les difficultés qu'aurait un épargnant se donnant la peine de lire et de comprendre ces documents.

Dans chaque étude, le rapport souligne les principales réactions des épargnants et les bonnes et mauvaises pratiques.

⁵ Une synthèse de ces études et les liens vers les rapports publiés sont présentés en annexe de ce document.

LES PRINCIPAUX CONSTATS CONCERNANT LA LISIBILITÉ DES DOCUMENTS RÉGLEMENTAIRES

À la lumière des études réalisées⁶, les épargnants désireux d'investir en valeurs mobilières au travers de placements collectifs soulignent l'utilité des documents d'information réglementaires qui leur sont destinés (document d'informations clés (DIC) et prospectus). Ils les estiment complets et reconnaissent leur neutralité et leur objectivité.

Cependant, de façon générale, les documents présentés sont jugés rébarbatifs et peu lisibles. Les épargnants en rejettent la forme, qui ne facilite pas l'appropriation de l'information.

Ainsi, les épargnants participant aux études de lisibilité (des détenteurs et des non détenteurs de produits d'investissement) sont mis en difficulté par la trop forte densité des informations ou par l'absence de mise en relief ou de hiérarchie des informations importantes et d'aide à la lecture. De nombreux termes et passages sont jugés trop techniques. Ces travers entraînent un manque d'intérêt voire l'arrêt de la lecture.

De façon générale, les épargnants rencontrent des difficultés de compréhension en raison :

- de la trop forte densité des informations ;
- de l'absence de mise en relief et d'aide à la lecture ;
- de la construction de phrases longues ;
- du manque d'illustrations graphiques ;
- du jargon utilisé.

Tous ces éléments constituent des freins à l'appropriation d'un document.

Les études de lisibilité ont permis de lister les nombreuses difficultés de compréhension rencontrés par les épargnants dans l'information réglementaire.

Les verbatim et exemples d'expression ou de mots repris ci-dessous illustrent ces difficultés.

Verbatim

« Le langage s'adresse plus à des investisseurs rompus qu'à des épargnants béotiens. Au bout d'une ligne, on décroche. »

« La partie "objectif de gestion" comporte une phrase de 4 lignes ! Je pense qu'en dépit du sujet - souvent maîtrisé - il faudrait cependant simplifier le langage employé et aérer les paragraphes. »

« L'utilisation d'un jargon très financier complexifie la lecture de ce document. »

« Là on ne comprend rien. De plus je trouve que c'est écrit trop petit ! Il devrait y avoir une taille minimale de caractère imposée ! »

« L'objectif de gestion emploie un vocabulaire très complexe, encore une fois malgré l'intérêt porté au sujet (par exemple : surperformer, discrétionnaire). »

⁶ Les études de lisibilité réalisées de 2018 à 2021 ont principalement porté sur l'information attachée aux placements collectifs. Les documents d'informations clés testés ont été aussi bien des DICI que des DIC PRIIPS. Les documents au format DICI disparaîtront au 1^{er} janvier 2023 au profit des DIC PRIIPS.

Phrases tirées des documents d'informations clés et jugées difficiles à comprendre

- Une gestion active et discrétionnaire fondée sur une approche fondamentale et disciplinée de la sélection de valeurs.
- L'univers de recherche et d'investissement est plus large que celui de l'indicateur de référence au sens strict.
- Le FCP est principalement exposé aux émetteurs de l'indicateur de référence et pourra être exposé à des émetteurs non inclus dans l'indicateur de référence.
- Cet impact est évalué à travers leur exposition (en termes de chiffre d'affaires, de dépenses en R&D ou les CAPEX) via le modèle propriétaire du Gestionnaire.
- L'indice est retenu en cours de clôture et exprimé en euro, dividendes réinvestis.

Exemples de mots nécessitant des explications

- Allocation d'actifs
- Analyse financière, extra-financière et quantitative
- Analyses stratégiques micro économiques
- Approche best-in-universe
- Compartiment
- Décimalisation
- Décrément
- Démarche extra financière
- Discrétionnaire
- Gearing
- Indice composite
- Investment grade
- Méthodologie propriétaire
- Modèle de scoring carbone
- Notation minimum CCC
- Notation SP inférieure à 3
- Philosophie ISR
- Politiques sectorielles sur activités controversées
- Risques de transition liés aux risques règlementaires, technologique, de marché
- Stockpicking
- Surperformer
- Swaps
- Univers d'analyse, univers réduit

LES PRATIQUES RELEVÉES PAR LES ÉPARGNANTS PERMETTANT UNE MEILLEURE LISIBILITÉ

Avertissement

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation de l'AMF. Les pratiques identifiées comme "bonnes" ou "mauvaises" soulignent des approches constatées et susceptibles de favoriser ou non la lisibilité de l'information d'après les panels d'épargnants constitués.

La compréhension d'un produit dépend de ses caractéristiques, de son niveau de risque et de sa complexité.

Toutefois, pour le même type de produit, certains documents sont mieux appréciés que d'autres, y compris lorsqu'ils se présentent de façon standardisée (les documents d'informations clés ou les prospectus).

Pour rendre les documents réglementaires plus lisibles, les principes suivants ont été considérés comme favorables par les épargnants ayant participé aux études :

- Une maquette attractive.
- La mise en relief des informations importantes.
- L'utilisation de phrases courtes à la forme active.
- La suppression des mots abstraits superflus, des détails inutiles.

La neutralité de la documentation réglementaire, qui est souvent perçue positivement, ne devrait pas conduire à présenter l'ensemble des informations au même niveau, visuellement parlant, à l'intérieur de chaque rubrique.

Les documents mériteraient, selon les épargnants participant aux études, une présentation plus aérée ainsi qu'une meilleure utilisation des possibilités de mise en forme (gras / couleurs / tailles de police) afin de valoriser les informations essentielles (où est investi l'argent ? quelle est la durée ? quel est le risque ? quels sont les frais ?).

Les panels d'épargnants estiment également que les informations importantes ne devraient pas être présentées en notes de bas de page.

Par ailleurs, certaines pratiques sont appréciées par les épargnants. C'est le cas par exemple du tableau synthétique des avantages et des inconvénients présenté au sein des documentations à caractère promotionnel.

Pour les panels d'épargnants constitués, la terminologie technique (le « jargon ») devrait être évitée autant que possible. Pour ne pas amoindrir la nécessaire exactitude de l'information fournie, notamment lorsque la réglementation impose l'emploi de termes précis, ou lorsqu'il n'est pas possible d'utiliser des termes plus courants, le recours à un lexique pourrait constituer une solution intéressante et qui a fréquemment été demandée par les participants aux études de lisibilité.

Mieux articuler le DIC et le prospectus

La dernière étude sur la lisibilité des informations portant sur les placements responsables a livré un enseignement instructif concernant l'articulation entre le DIC⁷ et le prospectus (placements collectifs). Alors que la prise en compte, ou non, de critères extra-financiers doit être explicitée dans le DIC, cette étude a montré que les paragraphes disponibles dans le prospectus (rubrique Stratégie d'investissement), plus longs mais plus aérés, pouvaient être jugés plus lisibles, plus pédagogiques et in fine plus compréhensibles, que les explications très résumées disponibles dans le DIC (Objectifs et politique d'investissement).

Si le prospectus peut avoir un effet repoussoir à sa prise en main (document volumineux, forme peu attractive), la lecture guidée de quelques paragraphes, a grandement aidé à la compréhension de la stratégie des fonds concernés dans un domaine où la clarté de l'information est plus attendue de la part d'investisseurs plus exigeants.

Ainsi, à l'heure de la finance durable, des renvois depuis le DIC, vers les différentes rubriques du prospectus pourraient constituer une solution concrète permettant de conjuguer le besoin d'une information plus riche et celui d'une meilleure lisibilité⁸.

Plus généralement, le prospectus, complément du DIC pour les épargnants qui veulent en savoir plus sur le produit, pourrait pleinement jouer son rôle s'il était rendu à la fois plus accessible et plus agréable à consulter.

LA PROTECTION DE L'ÉPARGNANT ET LA NÉCESSITÉ D'UNE MEILLEURE LISIBILITÉ DE L'INFORMATION

La mise à disposition d'une information compréhensible est une composante importante de la protection des épargnants. Les informations fournies doivent à la fois être claires, exactes et non trompeuses⁹ dans un domaine, les produits d'investissement, jugé « opaque et complexe » par la plupart des épargnants interrogés lors des études de lisibilité.

Dans le prolongement du mouvement général de simplification des messages dans la société (l'usage des messages courts, du style « journalistique »), favorisé par l'essor de l'information en ligne, il semble souhaitable de simplifier également les informations sur les produits financiers, qui sont rédigées et relues par des experts dans leurs domaines professionnels.

Ce qui est clair et suffisant pour un professionnel l'est-il pour le client final ?

Pour s'assurer de la lisibilité d'un document d'information, les rédacteurs devraient se poser les questions suivantes :

- Le document souligne-t-il les informations importantes pour les investisseurs ?
- Les investisseurs comprendront-ils l'information ?
- Le document contient-il des informations qui ne sont pas juridiquement indispensables et qui n'aident pas les investisseurs à prendre des décisions éclairées ?

⁷ Et le DICI jusqu'à sa prochaine disparition, au 1^{er} janvier 2023.

⁸ Ces renvois sont autorisés par le Règlement (UE) No 1286/2014 du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS). L'article 6.2 indique : « Le document d'informations clés est un document autonome, clairement distinct des documents à caractère commercial. Il ne contient pas de renvois à des documents à caractère commercial. Il peut contenir des renvois à d'autres documents, notamment à des prospectus le cas échéant, uniquement lorsque le renvoi fait référence aux informations devant figurer dans le document d'informations clés en vertu du présent règlement. »

⁹ Extrait de l'article 24 de la Directive « MIF2 » : Toutes les informations, y compris publicitaires, adressées par l'entreprise d'investissement à des clients ou à des clients potentiels, sont correctes, claires et non trompeuses. »

En publiant cette synthèse, l'AMF a pour objectif de sensibiliser les concepteurs et commercialisateurs de produits financiers sur les difficultés de compréhension qui peuvent être rencontrées par les épargnants.

Elle rappelle que les principes de lisibilité mentionnés sont parfaitement applicables dans le cadre actuel de la réglementation. En effet, si les modèles des documents réglementaires sont standardisés au niveau européen (le format des DIC, des prospectus), la réglementation laisse aux professionnels une certaine latitude dans la rédaction du contenu des rubriques. Ceux-ci se doivent donc d'adopter un langage et une forme favorisant la lisibilité.

L'AMF prend en compte également les constats de ces études, qui nourrissent les pratiques de supervision au quotidien de ses équipes.

ANNEXES

Étude sur la lisibilité et l'appropriation par les épargnants de la documentation des placements à formule (novembre 2018)

Le prestataire a mis en œuvre deux forums en ligne, d'une durée de 5 jours, composés respectivement de 8 détenteurs et 8 non-détenteurs de placements à formule.

Les épargnants ont rejeté la forme des documents réglementaires, jugés rébarbatifs, dont la présentation ne facilite pas l'appropriation. Ils ont souligné la forte densité des informations et l'absence de mise en relief des messages importants.

Les documents sont perçus comme complexes, compte tenu surtout de l'emploi de nombreux termes techniques. La longueur et la densité des informations alimentent l'impression d'un placement plus que complexe, inintelligible.

À l'inverse, la documentation promotionnelle fournit des éléments de compréhension, mais semble manquer de clarté sur les dimensions les plus techniques.

Les DIC ne sont pas jugés « pédagogiques ». De prime abord, les épargnants ont été découragés par leur forme, qui ne facilite pas l'appropriation des informations.

De façon plus générale, la volonté de neutralité et de complétude du DIC, ressentie, a pour contrepartie des difficultés :

- Un déficit de lisibilité.
- Les informations ne sont pas hiérarchisées selon leur niveau d'importance pour les épargnants.

Les éléments qui ont facilité la compréhension du produit

Sur la forme :

- La présentation aérée des documents.
- La mise en exergue des informations importantes via des jeux de mise en forme (jeux entre le gris, la couleur, le noir et la mise en gras).
- Le recours aux schémas (pour les profils sensibles aux mises en formes techniques et conceptuelles).

Sur le fond :

- Les illustrations.
- Un FAQ.
- Les scénarios de performance.
- La multiplication des mises en garde sur le niveau de risque.
- Une présentation synthétique de la liste des avantages et inconvénients du produit.
- Une juste hiérarchisation des informations suivant la logique de l'épargnant :
 - Les informations clés dès les premières lignes (prise de risque ; explication simple du principe d'indexation), puis une structure « logique ».
 - Sur la première et la dernière page, les informations essentielles mieux présentées (la durée, l'importance de ne pas sortir avant l'échéance, le niveau de risque et le comportement variable du placement).
 - L'approfondissement du propos, avec des exemples et des schémas au centre du document.

La lisibilité des informations sur les placements responsables (juillet 2019)

Le prestataire a recruté 15 épargnants, 7 détenteurs de fonds ISR et 8 non détenteurs. Le forum en ligne s'est déroulé durant 7 jours.

Mis en situation de consulter toute la documentation disponible pour un fonds ISR (dépliant promotionnel, document d'informations clés - DICI, prospectus, rapport financier, code de transparence, rapport extra-financier), les épargnants ont exprimé une difficulté à s'y repérer.

Des notions techniques jugées peu explicites pour beaucoup d'épargnants.

Cette étude a rappelé que les notions qui structurent l'ISR ne sont pas limpides pour les épargnants. En particulier, la « gouvernance », et le concept « d'analyse extra financière » sont des notions difficiles à appréhender et pas toujours explicitées.

Le rapport extra-financier a été jugé complémentaire au DICI.

Les épargnants plus intéressés ont relevé un manque de transparence autour de la dimension responsable dans les DICI. Ils aimeraient y trouver plus d'explications sur les critères de sélection et sur la réalité des entreprises et des projets associés.

Le prospectus associé au DICI ne leur a pas semblé apporter une véritable valeur ajoutée, dans la mesure où les éléments qui manquent au DICI n'y figurent pas nécessairement.

En revanche, ces informations ont été retrouvées dans le rapport extra-financier (article 173 de la loi de transition énergétique pour la croissance verte - LTECV). Pour l'un des deux rapports montrés, les épargnants ont salué la transparence et la sincérité autour de la dimension responsable, notamment :

- des informations concrètes sur la réalité des projets menés associés aux placements proposés ;
- des renseignements sur les noms des entreprises rattachés aux fonds ;
- des exemples concrets autour de la sélection des fonds et des projets associés.

La lisibilité des informations sur les placements responsables (septembre 2021)

15 épargnants ont participé à cette étude de lisibilité en ligne durant 7 jours. Ils détenaient tous des fonds d'investissement, pas nécessairement responsables.

Pour s'assurer de la compréhension des informations sur les produits, les participants ont été amenés à lire la documentation commerciale et réglementaire de produits sélectionnés (dépliant, brochure, DICI et prospectus, rapport art. 173 et rapport de gestion). Les ressentis des épargnants ont varié grandement d'un document à l'autre.

Les placements responsables, et le vocabulaire associé, leur sont apparus flous.

- Le lien entre « responsabilité » et rendement n'est pas évident ; les réelles intentions sont questionnées (crainte du *greenwashing*) ;
- Une méfiance alimentée par le flou autour du fonctionnement de ces placements responsables ;
- Le sentiment que ces placements sont récents et qu'ils présentent donc un risque plus important.

Le niveau de langage (vocabulaire, syntaxe) des documents d'information clé pour l'Investisseur (DICI) et prospectus a mis les épargnants, au moins dans un premier temps, à distance.

Ces documents ont découragé la plupart de s'y intéresser et ne permettent, de leur point de vue, qu'une compréhension partielle des objectifs et du fonctionnement du placement. Ils leur ont semblé principalement axés sur le fonctionnement financier du produit, plutôt que sur son aspect durable.

Le DICI jugé peu encourageant.

Malgré le format court de 2 pages, la rédaction des DICI a souvent rebuté les investisseurs.

- Une densité d'information qui ne permet pas aux investisseurs de trouver des informations leur permettant de comprendre le fonctionnement et les caractéristiques du fonds.
- Un niveau de langage perçu comme peu accessible dans la plupart des DIC.
- Un vocabulaire financier et technique peu expliqué, des acronymes non définis.
- Des formulations souvent complexes ne mettant pas en valeur l'information principale.

Certains paragraphes du prospectus ont été jugés plus pédagogiques.

Même s'ils n'auraient pas été lus en dehors de l'exercice, les passages sélectionnés pour ce test de lisibilité dans les prospectus (la « Stratégie d'investissement ») ont été considérés comme plus pédagogiques que le paragraphe correspondant dans le DIC (« Objectifs et politique d'investissement »).

Ces passages plus aérés permettent une présentation plus claire des intentions du placement, de sa philosophie. La rédaction a semblé mieux articulée et plus pédagogique, avec parfois des exemples et des informations concrètes aidant les investisseurs à se figurer le niveau de risque potentiel.

Néanmoins, le Prospectus reste un document jugé difficile d'accès pour la plupart des investisseurs. La compréhension du document reste très partielle, et le langage paraît trop technique et trop financier.

La lisibilité de l'information sur les frais (mai 2020)

16 épargnants ont été recrutés pour un forum en ligne d'une durée de 5 jours.

Les participants ont montré une certaine connaissance des frais liés aux fonds et actions, notamment à la lecture des dépliant tarifaires et des documents d'information clés des placements collectifs.

Toutefois, ils n'ont pas manifesté de représentation précise de l'impact de ces frais sur le rendement de leurs investissements.

Les différents documents à disposition des investisseurs semblent pouvoir gagner en clarté.

Les prospectus des placements collectifs (fonds et sicav) ont été jugés sévèrement : ils ont été considérés comme n'étant pas réellement destinés aux épargnants.

Les DIC et brochures des banques pourraient gagner en pédagogie et clarté.

Les attentes vont dans le sens :

- De l'exclusion du jargon technique non indispensable ;
- d'une pédagogie toujours plus grande ;
- d'un effort de synthèse et simplicité ;
- de la valorisation d'une information directement exploitable.

En définitive l'information principale attendue demeure l'impact sur le rendement. Les investisseurs attendent donc des calculs simples à faire ou mieux encore, dans l'idéal, un simulateur qui leur permettrait de directement visualiser l'impact sur leur placement.

Les documents d'informations clés (DIC PRIIPs), qui affichent une simulation sur l'impact des frais, ont permis aux épargnants de se projeter et de comprendre l'impact dans la durée. Les DICI ont semblé plus simples, mais moins pédagogiques.

Cependant, le DIC PRIIPs a semblé perfectible.

- L'hypothèse de performance sous-jacente de la simulation d'impact des frais a été jugée peu transparente.
- Le vocabulaire et les explications textuelles ont semblé pouvoir être encore simplifiés.