

Étude des résultats des investisseurs
particuliers sur le *trading*
de CFD et de Forex en France

Le 13 octobre 2014

Autorité des marchés financiers
17, place de la Bourse – 75082 Paris cedex 02
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00

Étude des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France.

Contexte de l'étude :

L'Autorité des marchés financiers, particulièrement alarmée par le nombre de plaintes reçues de clients séduits par le trading sur CFD et Forex¹ et ayant finalement perdu des sommes importantes, a lancé une étude chiffrée visant à déterminer quels sont les résultats d'un large panel d'investisseurs particuliers sur ces instruments financiers.

Le présent document définit d'abord la méthodologie adoptée par les services de l'AMF afin de mener cette étude, puis met en avant les principaux constats.

Sur une période d'observation de 4 ans, l'AMF a notamment constaté, sur la clientèle des intermédiaires interrogés (14 799 clients actifs) :

- Un taux de clients perdants de plus de 89% ;
- Un résultat moyen négatif de 10 887€ par client ;
- Un résultat médian négatif de 1843 € ;
- Un résultat total négatif de 161 115 493 €.

Cette étude confirme donc le niveau de risque extrêmement élevé de ces modes de trading, peu adaptées à la grande majorité des investisseurs particuliers.

1. La méthodologie

a. Part de marché des acteurs interrogés

Les intermédiaires interrogés² ont une très large part de marché du trading des CFD et du Forex en France. Selon une étude portant sur l'année 2013 et réalisée par le cabinet Investment Trends, la clientèle des intermédiaires concernés représente 54% du marché des traders actifs sur CFD et 45% sur Forex. Il s'agit d'une estimation d'une part de marché d'intermédiaire de « relation privilégiée » : elle représente la proportion des traders actifs (au moins un ordre passé sur l'année 2013) ayant utilisé un intermédiaire précis comme leur intermédiaire principal. Cette méthode a donc l'avantage de ne « comptabiliser » qu'une seule fois un trader, sans prendre en compte le fait qu'il puisse avoir plusieurs comptes chez des concurrents.

Par ailleurs, s'agissant des données collectées par les services de l'AMF, les intermédiaires interrogés n'ont pas tous communiqué l'identité de leurs clients (l'identification d'un client était parfois réalisée par l'attribution d'un code interne). Or, il est fort probable qu'une partie de la clientèle ait un compte chez plusieurs autres intermédiaires. Pour cette clientèle, les résultats générés via des transactions chez un intermédiaire A pourraient être compensés ou amplifiés par les résultats réalisés chez un intermédiaire B. Toutefois, compte tenu des pertes significatives de la clientèle et de la part majoritaire de clients perdants chez chacun des intermédiaires, il est vraisemblable que la part de clientèle compensant ses pertes via son activité chez un second intermédiaire reste marginale.

En synthèse, la part de marché des intermédiaires couverts par l'étude assure son caractère représentatif de l'expérience de trading des particuliers français sur CFD et Forex.

b. Instruments financiers couverts

Compte tenu des offres respectives des intermédiaires visés, l'étude couvre les produits suivants :

- Forex ;
- CFD sur tout type de sous-jacents (actions, obligations, indices, devise, matières premières).

¹ Le terme « Forex » désigne dans cette étude les Rolling Spot Forex (cf. position AMF DOC-2011-08).

² Cette étude repose sur des chiffres collectés auprès de prestataires de services d'investissement autorisés à offrir CFD et Forex aux épargnants français. Les résultats ne sont donc pas biaisés par les comportements relevant de la fraude parfois observés au sein des entités offrant du trading sur CFD ou Forex sans disposer des agréments requis. Pour mémoire, l'AMF publie régulièrement une liste noire des entités identifiées comme agissant en toute illégalité.

Certains intermédiaires ont aussi intégré à ces données des résultats réalisés sur du *trading* d'options binaires, produits qui représentent toutefois une part minoritaire de leur activité.

Il est important de noter que les périmètres des produits offerts par les différents intermédiaires ne sont pas identiques. Certains ne proposent par exemple pas de Rolling Spot Forex mais uniquement des CFD sur devise.

Par ailleurs, les intermédiaires interrogés n'ont pas tous été en mesure de distinguer les données par type d'instruments financiers (Forex et CFD)³.

Au vu de ces difficultés relatives à l'homogénéité des données et type d'instruments financiers, il n'a pas été possible de réaliser une étude par type d'instruments (Forex ou CFD) pour chacun des intermédiaires interrogés. Il n'a pas non plus été possible d'étudier la relation entre l'effet de levier utilisé par l'investisseur et son niveau de résultat. La note se concentre donc sur les gains ou pertes nettes de la clientèle *retail*, en mêlant les résultats sur trading de Forex et de CFD⁴.

En synthèse, l'étude couvre un panel complet des produits de type CFD et Forex proposés à la clientèle française, sans pouvoir distinguer plus finement les profils gains / pertes par type de sous-jacent. Les informations partielles qui ont pu être obtenues montrent toutefois que les taux de perte sont proches – et élevés – aussi bien sur CFD que sur Forex.

c. Période couverte

La plus longue période sur laquelle l'AMF dispose de données pour chacun des intermédiaires interrogés étant trop limitée (seulement sur la période 2011- 2012), il a été décidé de calculer ces statistiques sur :

- 4 années de 2009 à 2012 pour certains intermédiaires
- et 4 années de 2010 à 2013 pour un autre intermédiaire dont les données pour 2009 n'ont pu être obtenues.

En synthèse, l'étude porte sur une période longue, pendant laquelle les marchés financiers dans leur ensemble ont connu une performance positive⁵, ce qui écarte toute explication économique conjoncturelle aux résultats obtenus.

d. Contrôle de cohérence des données reçues

Tous les intermédiaires interrogés ont dû solliciter leurs directions informatiques pour extraire les données, parfois à plusieurs reprises afin de corriger certaines anomalies détectées au sein de ces intermédiaires en premier niveau par les correspondants de l'AMF. Le travail d'obtention de données brutes a donc été particulièrement chronophage, dans la mesure où ce travail de collecte a été suivi d'un travail de contrôle de cohérence de second niveau par les services de l'AMF sur les données fournies.

En synthèse, bien que les données ayant servi de support à cette étude soient uniquement déclaratives, les vérifications effectuées par les intermédiaires puis par les services et les corrections apportées en conséquence par les intermédiaires permettent d'avoir un confort raisonnable sur leur fiabilité.

Les résultats obtenus sont par ailleurs cohérents avec ceux publiés en 2012 par le régulateur polonais⁶.

³ Le niveau de granularité demandé au départ allait même au-delà de la distinction Forex / CFD puisque, s'agissant des données sur les CFD, les services de l'AMF souhaitaient obtenir une granularité par type de sous-jacent (indices, actions, matières premières, devises). L'effet de levier proposé par les fournisseurs de CFD variant en fonction du sous-jacent, il aurait été intéressant de déterminer si certains sous-jacents étaient plus « toxiques » que d'autres pour les investisseurs particuliers. Aucun des intermédiaires interrogés n'a pu réaliser cette distinction.

⁴ Bien que les résultats n'aient pu être scindés chez tous les intermédiaires interrogés, les services de l'AMF ont pu obtenir de certains des P&L distincts pour le trading de Forex et le trading de CFD. Ces résultats révèlent que le trading CFD (78% de clients actifs perdants) est quasiment aussi « toxique » que le Forex (84% de clients actifs perdants).

⁵ A titre indicatif, entre le 1er janvier 2009 et le 31 décembre 2012, la performance CAC40 NR (dividendes nets réinvestis) s'élève à près de 30%, tandis que l'indice obligataire Citi EMU Government Bond Index Euro affiche une performance de 22%.

⁶ L'UKNF (l'autorité financière polonaise) a réalisé une étude établissant que 82% des investisseurs actifs sur des plateformes de trading en ligne de Forex étaient perdants sur l'année 2011. Lien internet (disponible uniquement en polonais): http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/2012/wynikow_osiaganych_przez_inwestorow_na_rynku_forex.html

2. Les principaux constats

a. Une majorité de clients perdants pour des montants élevés

Le pourcentage de clients perdants⁷ par an varie, selon les intermédiaires et les années, de 75% à 89% : les disparités constatées d'un intermédiaire à l'autre sont donc modérées, avec un taux de perte annuelle toujours supérieur à 75%.

Tous intermédiaires confondus, le pourcentage de clients perdants sur une année donnée est proche de 84%. A titre de comparaison, l'UKNF (l'autorité financière polonaise) a constaté un taux de clients perdants de 82% pour l'année 2011 sur le marché polonais (communiqué du 18 avril 2012 disponible en annexe) : les constats de l'AMF sont donc très proches.

Tableau 1 : Pourcentage de clients perdants, par année et sur l'ensemble de la période de l'étude, pour l'ensemble des intermédiaires interrogés

Période	Pourcentage de clients perdants
2009	84,2%
2010	84,2%
2011	83,8%
2012	84,2%
2013 ⁸	83,3%
Sur 4 années cumulées	89,4%

En cumulé sur 4 ans, l'AMF constate sur la clientèle des intermédiaires interrogés :

- Un taux de clients perdants de plus de 89% sur 14 799 clients actifs⁹ (entre 84% et 92% selon les intermédiaires);
- Un résultat moyen négatif de 10 887€ par client ;
- Un résultat médian négatif de 1 843 €, signifiant ainsi que la moitié des clients ont un résultat inférieur à - 1 843€;
- Un résultat total négatif de 161 115 493 € sur les 16 181 843 transactions effectuées par la population de 14 799 clients.

Les deux histogrammes ci-dessous représentent :

- concernant le premier, en bleu le nombre de clients par montant de gains/pertes cumulés sur la période et en rouge le pourcentage cumulé de ces clients ;
- et concernant le second, le montant cumulé des gains/pertes des clients par intervalle de résultat.

Ils illustrent le caractère très négativement asymétrique¹⁰ et leptokurtique¹¹ de la distribution des résultats, c'est-à-dire une distribution très défavorable pour le client.

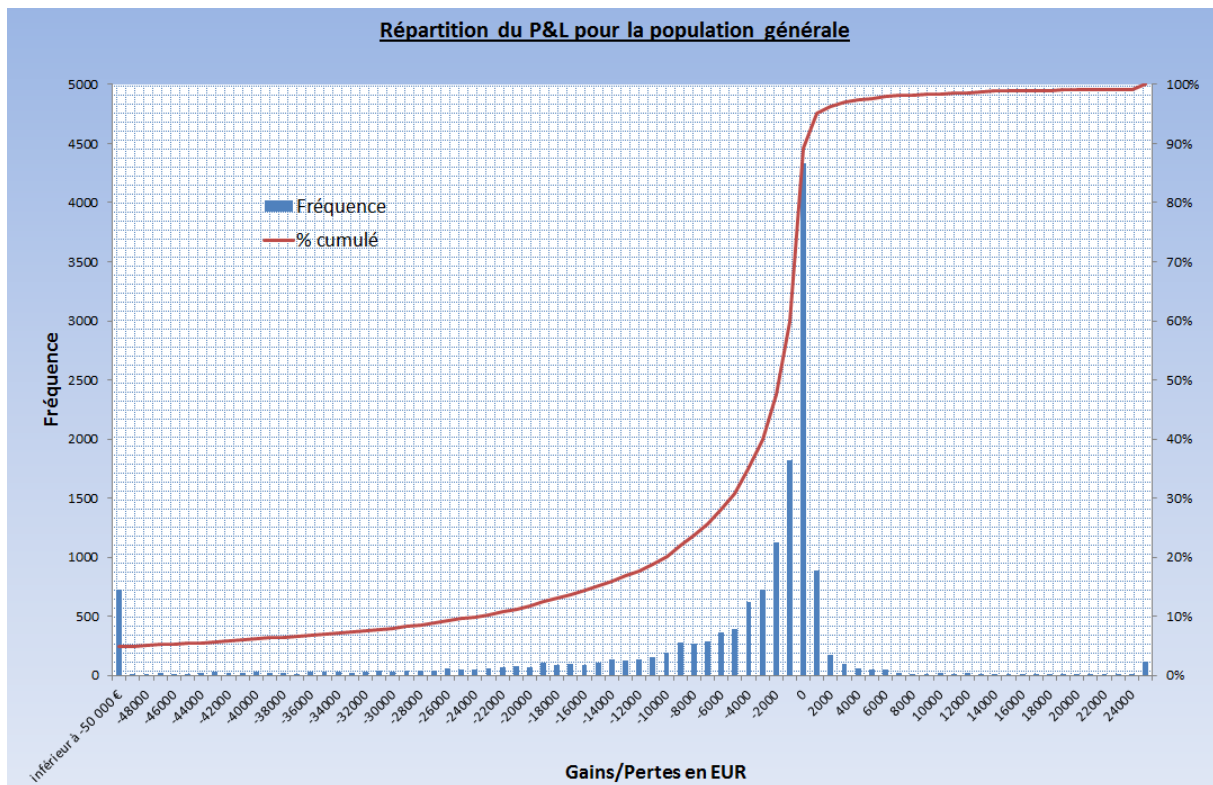
⁷ Nombre d'investisseurs ayant un résultat négatif divisé par le nombre d'investisseurs actifs (ayant passé au moins un ordre sur la période de référence, ici une année).

⁸ L'étude intègre les chiffres de l'année 2013 uniquement pour l'intermédiaire n'ayant pas pu fournir de données pour l'année 2009.

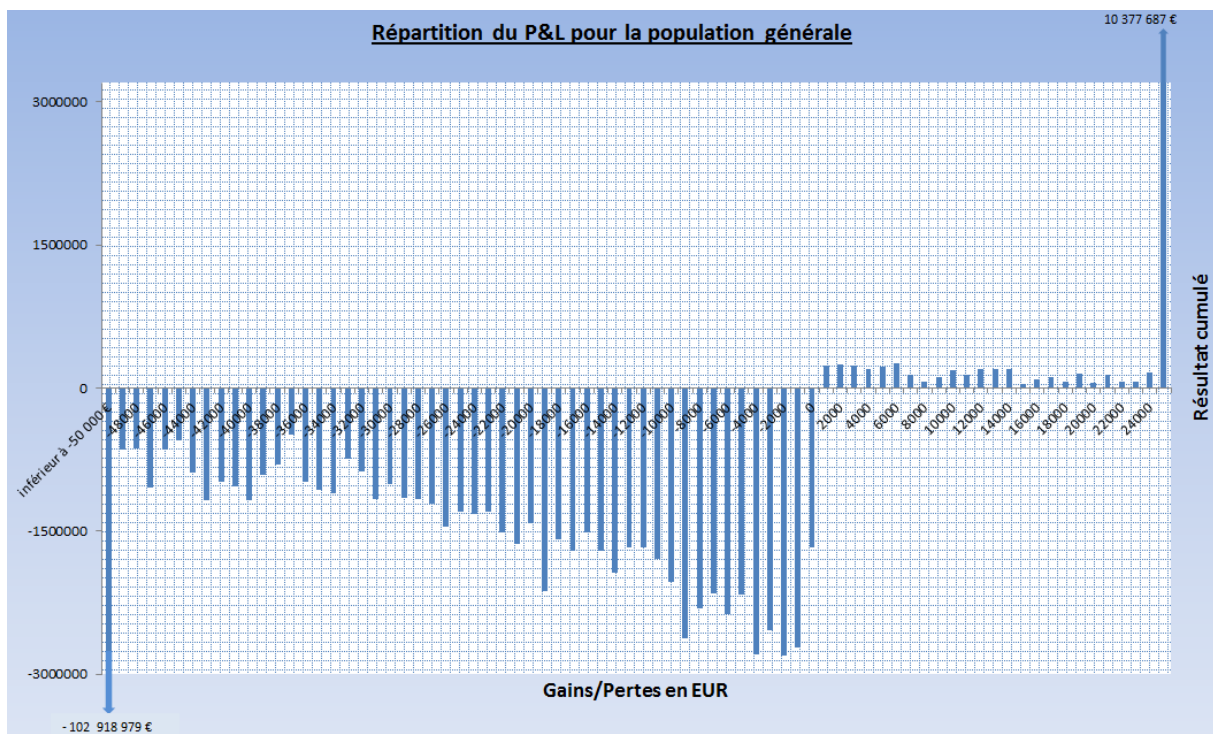
⁹ Un client est considéré ici comme « actif » si, au cours de la période étudiée, il a réalisé au moins une transaction, que ce soit à son initiative ou à l'initiative de l'intermédiaire (une transaction peut être à l'initiative de celui-ci afin de couper une position en cas de non réponse du client aux appels de marge).

¹⁰ Une distribution négativement asymétrique est une distribution asymétrique (décentrée par rapport à sa moyenne) avec une queue à gauche (valeurs négatives) prononcée (par rapport à la distribution normale).

¹¹ Une distribution leptokurtique est une distribution avec un pic important et des queues de distribution longues (par rapport à la distribution normale).



Ce graphique représente le nombre de clients ayant réalisé un résultat (gain / perte) donné. A titre d'illustration, ce graphique montre (colonne la plus à gauche) que 722 clients ont eu un résultat inférieur à -50 000 euros (autrement dit une perte supérieure à 50 000 euros), tandis que (colonne la plus à droite) seuls 121 clients ont dégagé un résultat supérieur à 24 000 euros.



Ce graphique représente le résultat cumulé de groupes de clients ayant chacun dégagé un résultat unitaire donné (axe des abscisses). A titre d'illustration, ce graphique montre (colonne la plus à gauche) que les clients ayant perdu chacun plus de 50 000 euros (722 clients sont concernés) ont perdu au total plus de 102 millions d'euros,

tandis que (colonne la plus à droite) les clients ayant gagné chacun plus de 24 000 euros (121 clients sont concernés) ont dégagé au total un résultat de 10 millions d'euros environ.

b. Les facteurs potentiels influençant le profil de résultat

i. Les frais prélevés

Les fournisseurs de CFD ou de Forex se rémunèrent principalement de trois façons, qui diffèrent selon les produits et les intermédiaires :

- via des commissions sur chaque transaction ;
- via le *spread* de cotation¹² ;
- via les frais de report de position, facturés lorsque le client maintient sa position en *overnight*¹³.

Les informations concernant les frais n'ont pas pu être recueillies auprès de tous les intermédiaires interrogés. Les constats réalisés sur les frais prélevés ne sont donc pas nécessairement représentatifs de tous les établissements. A partir des données collectées, les services de l'AMF constatent que les montants prélevés par les intermédiaires (frais de financement et commissions sur transactions) n'expliquent qu'une part minoritaire des pertes des clients (14,2% des pertes de la clientèle).

Par ailleurs, aucun intermédiaire n'a fourni d'information concernant les frais implicites intégrés dans les spreads de cotation.

ii. La période de trading

L'étude des résultats pour le même ensemble fixe de 1 881 clients suivi pendant 4 ans, et ayant effectué au moins une transaction chaque année, montre que la nature de la répartition est relativement homogène parmi les différentes périodes et donc que les conclusions principales sont pertinentes quelle que soit la période choisie.

A noter que l'expérience de trading ne semble pas s'acquérir facilement puisque le résultat moyen augmente significativement au cours du temps. On observe également qu'il y a peu de différence entre le taux de perte sur 4 ans des clients actifs chaque année donc plus expérimentés (87,56%) et celui de l'ensemble de la population observée (89,4%).

Tableau 2 : Résultats pour la clientèle active tous les ans sur la période 2009-2012¹⁴

Période	Nombre de clients	Part de clients perdants	Résultat moyen
Uniquement 2009	1 881	82,51%	- 4 989€
De 2009 à 2010	1 881	85,49%	-10 183€
De 2009 à 2011	1 881	85,06%	-16 386€
De 2009 à 2012	1 881	87,56%	-26 745€

iii. Le nombre de transactions et le volume traité

Les graphiques ci-dessous portent sur l'ensemble des 14 799 clients et sur l'intégralité de la période d'étude. Ils mettent respectivement en parallèle :

- Le résultat moyen de la clientèle et le nombre de transactions réalisées ;
- Le résultat moyen de la clientèle et la taille moyenne d'une transaction par client¹⁵ ;
- Le résultat moyen de la clientèle et le volume moyen traité par client.

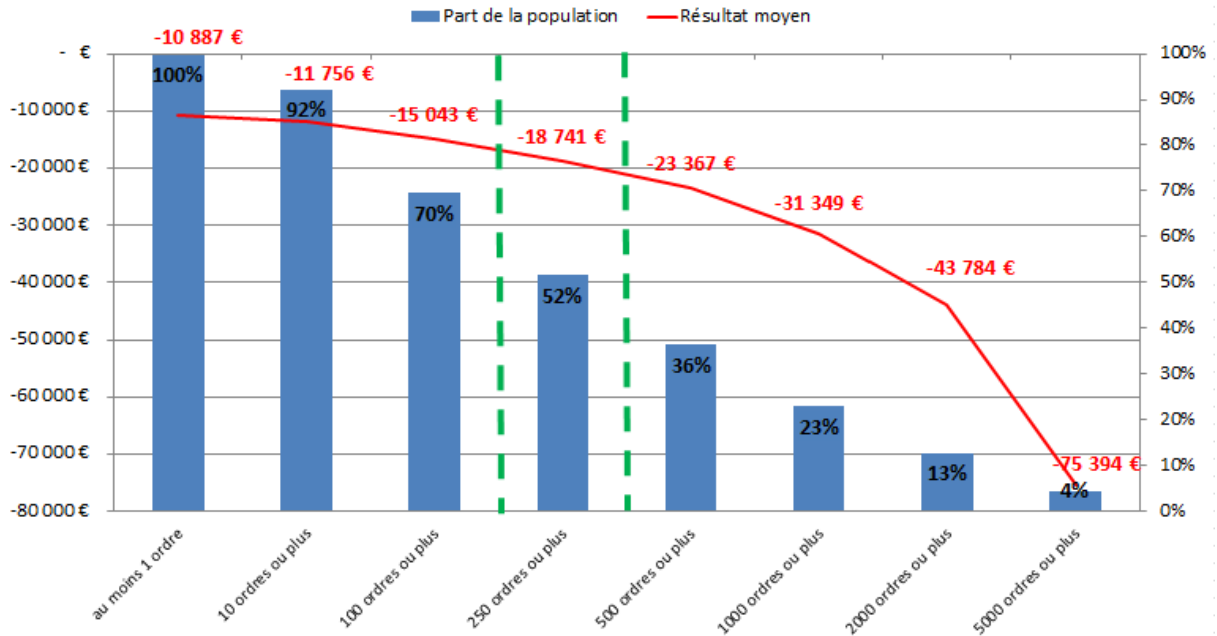
¹² Qui, selon les cas, s'ajoute ou non aux commissions perçues.

¹³ Maintien d'une position d'une journée sur l'autre.

¹⁴ N'intègre pas la clientèle de l'intermédiaire pour lequel les données 2009 n'ont pas pu être obtenues.

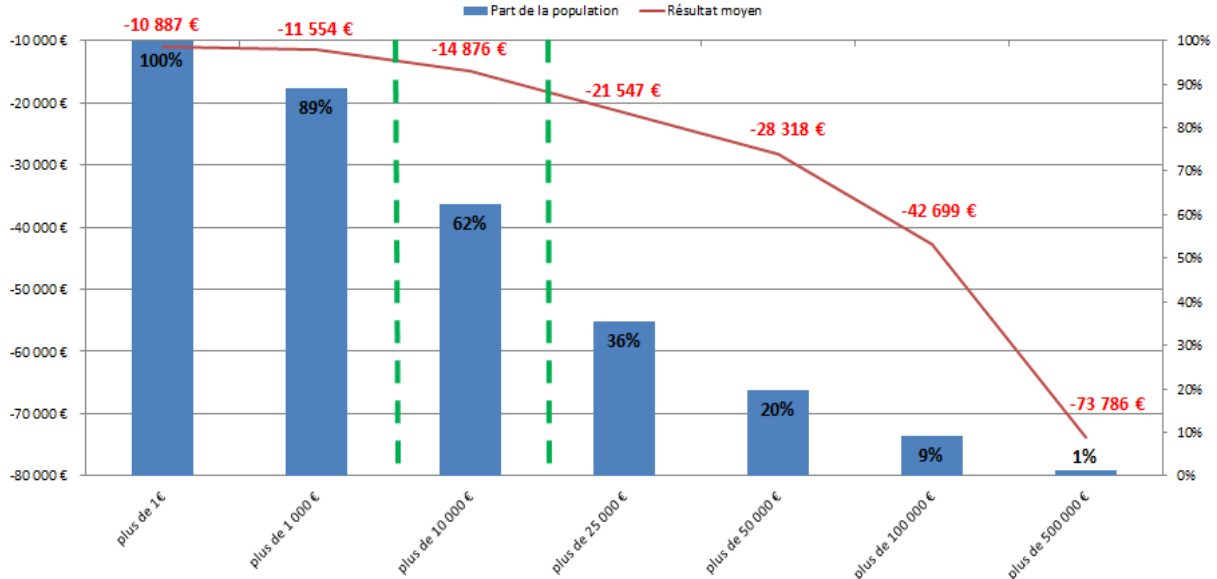
¹⁵ La taille d'un ordre inclut l'effet de levier associé au produit. Un investisseur ayant 100€ de dépôt pourra passer un ordre de 20 000€ sur un CFD ou une paire de devises proposant un effet de levier de 200.

Evolution du résultat moyen et de la part de la population en fonction du nombre de transactions



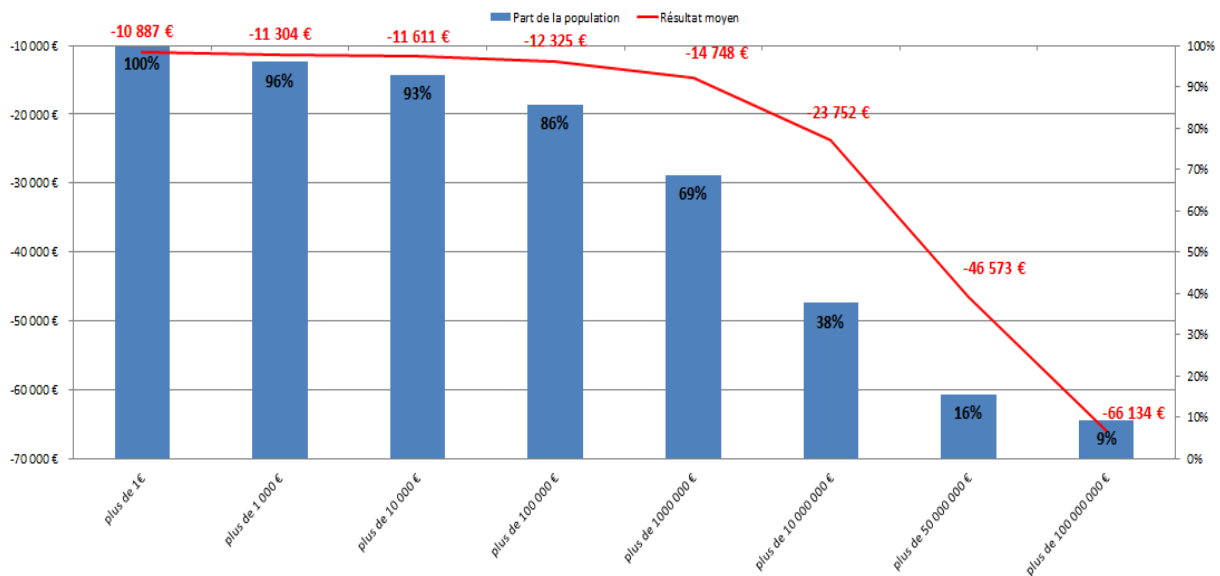
Dans le graphique ci-dessus, si on se focalise par exemple sur la zone encadrée par des pointillés verts, on comprend que les investisseurs ayant passé au moins 250 ordres sur la période de 4 ans représentent 52% de la population étudiée et qu'ils ont perdu en moyenne 18 741€.

Evolution du résultat moyen et part de la population en fonction de la taille moyenne de transaction compte tenu de l'effet de levier



Dans le graphique ci-dessus, si on se focalise par exemple sur la zone encadrée par des pointillés verts, on comprend que les investisseurs ayant passé des ordres pour une taille moyenne supérieure à 10 000€ représentent 62% de la population étudiée et qu'ils ont perdu en moyenne 14 876 € sur la période étudiée.

Evolution du résultat moyen et part de la population en fonction du volume traité compte tenu de l'effet de levier



Ces graphiques tendent à illustrer respectivement que :

- Plus un client réalise de transactions, plus sa perte est élevée ;
- Plus la taille moyenne de ses transactions est élevée, plus la perte est importante ;
- Plus le client s'expose (taille cumulée de toutes ses transactions), plus sa perte est élevée.

3. Conclusion de l'étude et points d'attention

Il ressort de cette étude que le trading de CFD et de Forex est à l'origine de pertes significatives pour une très large majorité de particuliers, avec un taux moyen de clients perdants sur une période de 4 ans de plus de 89%. L'espérance de perte est importante (-10 900 €) mais varie fortement selon le prestataire observé (de -4 500 € à -13 400 €).

Par ailleurs, l'étude a aussi permis de constater que les investisseurs qui traitaient le plus (en nombre de transaction comme en taille moyenne de transaction ou en volume cumulé) perdaient le plus. Il en va de même pour ceux qui persistent dans la durée, illustrant ainsi l'absence d'effet d'apprentissage.