

RETAIL INVESTMENT STRATEGY (RIS)

PRIORITÉS DE L'AMAFI EN VUE DES TRILOGUES

À l'heure où l'Union est confrontée à des défis de financement immenses (digitale, défense, décarbonation, démondialisation, démographie) et réfléchit au futur de ses marchés, il est primordial que ceux-ci soient en mesure de contribuer à la satisfaction de ces besoins. Cela passe par un accès facilité des entreprises à des marchés dont l'attractivité assure la profondeur et la liquidité. L'investissement de l'épargne des Européens dans ces marchés, au côté de celle des investisseurs étrangers, est à cet égard critique.

Dans ce contexte, la RIS devrait donc constituer une opportunité pour le législateur européen de faciliter l'accès des épargnants aux marchés de capitaux, aussi bien du point de vue opérationnel que de celui de l'espérance de rendement de cette épargne. Comme le souligne E. Letta dans son [rapport](#), il s'agit de rediriger vers l'économie de l'Union, les 300 milliards d'euros d'épargne des ménages européens qui financent actuellement les économies des pays tiers.

Cela passe par un rapport coût/bénéfice des investissements des épargnants favorable, une offre large de produits et services répondant aux besoins variés des investisseurs, mais aussi un processus d'investissement protecteur mais sans barrières superfétatoires, à même de conserver une certaine attractivité en comparaison avec des actifs sans lien avec l'économie réelle auxquels l'accès est aujourd'hui libre.

Sur ces trois plans, les projets de texte du Parlement et du Conseil sur la RIS¹ malheureusement déçoivent. Ils vont même à certains égards à l'encontre des objectifs affichés pour la relance des marchés de capitaux (CMU).

Alors que les trilogues devraient débiter à l'automne sous la présidence hongroise du Conseil, l'AMAFI expose par la présente note les principaux points de la Directive MIF et du Règlement PRIIPS proposés dont elle considère qu'ils devraient être modifiés afin d'atteindre les objectifs rappelés, s'agissant plus particulièrement des activités de marché qu'elle représente.

¹ Position de la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen adoptée le 23 avril 2024 et orientation générale du Conseil prise lors de l'ECOFIN du 21 juin

I. MiF

A. VALUE FOR MONEY (ARTICLE 16-a) (1) DE MiFID II)

L'AMAFI soutient le principe de l'ajout d'un test de *value for money* (VfM) destiné à vérifier que l'ensemble des produits financiers distribués présentent une valeur ajoutée pour les clients. Toutefois, elle attire l'attention sur le fait que, faute de produits comparables, ce test ne pourra, pour les produits structurés, être fondé sur la comparaison à des benchmarks historiques. La valeur de ces produits s'apprécie en effet par une approche *forward looking*. Cette dernière consiste à comparer la performance simulée de ces produits, selon différents scénarii, en référence à un produit plus simple de même notation de crédit (la « next best alternative »). L'AMAFI rappelle en effet que l'offre de produits structurés constitue pour les investisseurs une opportunité intéressante de diversification de leurs avoirs, d'autant qu'ils intègrent généralement des protections en capital et présentent en conséquence un rapport rendement/risque intéressant.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|---|--|--|---|
| Comparaison des PRIIPs avec des <i>benchmarks</i> de coûts et de performances | Process interne d'évaluation des coûts et performances des produits par comparaison à des <i>peer groups</i> ² . Détermination par l'ESMA de <i>benchmarks</i> européens (et par exception nationaux) comme outils de supervision. | Process interne d'évaluation des coûts et performances des produits par comparaison à des <i>peer groups</i> , lorsque cela est possible . Détermination par l'ESMA de <i>benchmarks</i> européens ³ comme outils de supervision. | L'approche de la VFM pour les produits structurés doit prendre la forme d'une comparaison au produit simple le plus proche. Le texte devrait, au moins par un considérant, clarifier que l'obligation de VFM pour ces produits ne peut pas être fondée sur une comparaison à des benchmarks historiques. |

² Groupes de produits comparables, déterminés par les PSI

³ Groupes de produits comparables, déterminés par les ESAs ou les Autorités compétentes

B. INDUCEMENTS (ARTICLE 24a (2) ET (3) DE MiFID II)

L'AMAFI se félicite de ce que les approches adoptées par le Conseil et le Parlement ne comportent plus d'interdiction de percevoir des *inducements*, qui, en remettant en cause les modèles d'affaires de nombre d'acteurs, aurait affecté la diversité des produits disponibles pour l'épargnant et limité l'accès des clients au conseil.

Toutefois, le texte du Conseil ferait peser la perception d'*inducements* à la condition que ceux-ci soient « *proportionnés à la valeur des instruments financiers et au niveau de service fourni au client concerné* ». S'agissant de la proportionnalité à la valeur des instruments financiers, il n'est pas aisé de comprendre ce qui serait exigé, alors même que la clarté devrait être particulièrement recherchée pour un texte de niveau un. À défaut de pouvoir préciser ce point, il devrait être supprimé.

S'agissant de la proportionnalité au niveau de service fourni au client concerné, cette exigence semble i) irréaliste et ii) contraire à l'objectif recherché :

- Irréaliste, car il est impossible de justifier, client par client, que le niveau des *inducements* perçus est proportionné aux services effectivement fournis à chacun ;
- Contraire à l'objectif recherché, car allant à l'encontre de la mutualisation des coûts que permet le régime des *inducements* et qui offre aux clients les moins fortunés la possibilité d'avoir accès à des services à valeur ajoutée (dont le conseil dans la durée) dont ils n'auraient pas les moyens sinon.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|--|--------------------|--|---|
| Interdiction de la perception d' <i>inducements</i> pour les services de RTO ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers non précédés de conseil. | Pas d'interdiction | Pas d'interdiction | L'AMAFI est favorable aux textes du Conseil et du Parlement sur ce point. |
| | | Les <i>inducements</i> doivent respecter quatre principes fondamentaux dont celui d'être proportionnés à la valeur | Ce principe devrait être supprimé. A tout le moins les termes de « services fournis au client concerné » devraient |

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|------------------------|--------------------|---|--|
| - | - | des instruments financiers et au niveau de service fourni au client concerné. | être remplacés par ceux de « services rendus disponibles (<i>made available</i>) aux clients concernés » pour autoriser une approche par type de clients. |

C. TEST DU MEILLEUR INTÉRÊT DU CLIENT (« *BEST INTEREST TEST* ») – (NOUVEL ARTICLE 24(1a) DE MiFID II)

La proposition de la Commission comporte une étape supplémentaire au parcours client, exigeant, lors de la fourniture du service de conseil, de vérifier le respect de trois conditions cumulatives (le « *best interest test* ») portant sur la nature des produits conseillés qui, en particulier se doivent d'être « *cost efficient* ».

Le texte du Conseil prévoit, quant à lui, que ne soient recommandés que les instruments financiers les plus « *cost efficient* ». Or, cette exigence double avec celles concernant la VfM, qui sont destinées à s'assurer que le niveau des frais de tout instrument financier est raisonnable au regard de ses caractéristiques et des services associés. De plus, ce test est moins adapté puisque, contrairement aux exigences de VfM, il ne prend pas en considération les critères qualitatifs (dont par exemple l'existence d'une protection en capital) qui sont importants à considérer pour expliquer le niveau de frais des produits. À cet égard, la prise en compte, dans ce texte, parmi les éléments à mesurer, des « *other factors* » ne permet pas de sécuriser la prise en compte de critères qualitatifs puisque les exemples illustratifs de ce concept sont des éléments quantitatifs (à savoir, le rendement attendu et la performance). Enfin, l'ajout de ce test risque d'alourdir encore un processus de vente déjà particulièrement lourd car il obligera à échanger spécifiquement avec le client en cas d'instruments financiers dont les caractéristiques vont au-delà de son profil enregistré.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|---|--|--|--|
| Ajout d'un best interest test à savoir l'obligation de respecter, | Pour les services non soumis à l'interdiction de percevoir des | Le <i>best interest test</i> comprend l'obligation de recommander les produits | La condition de la recommandation du produit le |

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|--|--|--|---|
| <p>au moment de la fourniture du conseil, trois conditions cumulatives dont celle que les produits recommandés doivent être les plus « <i>cost efficient</i> » et que parmi la palette d'instruments financiers identifiés comme adéquats figure au moins un produit dont les caractéristiques n'en comprennent pas certaines qui vont au-delà de celles nécessaires pour être conformes aux objectifs du client et occasionnent des coûts supplémentaires</p> | <p><i>inducements</i>, (i) information des clients sur les différents produits considérés, (ii) recommandation du produit le plus adapté et (iii) primauté de l'intérêt des clients.</p> | <p>les plus « efficaces » du point de vue des coûts (« <i>the most cost efficient financial instruments</i> »)</p> | <p>plus « <i>cost efficient</i> » posée dans le texte du Conseil devrait être supprimée ou a minima remplacée par « <i>efficient</i> » .</p> |

D. VÉRIFICATION DU CARACTÈRE ADÉQUAT (*SUITABILITY*) (ARTICLE 25 (2) DE MiFID II)

Le fait de considérer comme illégitime la vente d'un instrument financier dont les caractéristiques vont au-delà du profil du client et génèrent des coûts supplémentaires est excessif : la VFM a vocation à vérifier que le niveau des frais des produits est raisonnable au regard de leurs caractéristiques, de leur performance ainsi que de leurs caractéristiques qualitatives. De plus, la recommandation d'un produit plus cher et comportant des caractéristiques allant au-delà du profil d'un client peut tout à fait être légitime, par exemple lorsque ce produit offre de meilleures perspectives de performance, une meilleure garantie, des caractéristiques ESG particulières ou des possibilités de diversification des avoirs du client. L'ajout de ce test risque enfin d'alourdir encore un processus de vente déjà particulièrement lourd car il obligera à échanger spécifiquement avec le client en cas d'instruments financiers dont les caractéristiques vont au-delà de son profil enregistré. Cette exigence devrait donc être supprimée.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|------------------------|--------------------|---|---|
| | | Les produits comportant une « <i>caractéristique non indispensable à la satisfaction des objectifs des clients et générant des coûts supplémentaires</i> » sont considérés comme non adaptés aux clients. | Cette exigence devrait être supprimée. |

E. VÉRIFICATION DU CARACTÈRE APPROPRIÉ (ARTICLE 25 (3) DE MiFID II)

Cette vérification est applicable lorsque les clients prennent seuls leurs décisions d'investissement, c'est-à-dire lorsque le service de RTO ou celui d'exécution d'ordres pour compte de tiers leur est offert. Les clients doivent garder la possibilité d'accéder à un service d'investissement non conseillé leur permettant de décider par eux-mêmes, selon leur propre agenda, de leurs investissements.

Avec l'ajout des deux critères de la capacité à subir des pertes et de la tolérance au risque, le risque est grand d'imposer aux clients des attermolements qu'ils ne souhaitent pas ou une forme de limite à leur liberté de choix. D'autant que cet ajout s'accompagne d'un alourdissement du processus de passation d'ordres qui requerra désormais une demande expresse du client s'il souhaite réaliser sa transaction malgré l'insuffisance des informations fournies ou leur non-conformité aux caractéristiques du produit. Cela risque également d'introduire de la confusion avec le service de conseil et de créer une insécurité juridique préjudiciable à la relation client. La diversité de l'offre de services doit être préservée pour correspondre à la diversité des profils d'investisseurs.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|--|--|--|---|
| Ajout de la vérification de la capacité des clients à subir des pertes et de leur tolérance au risque. | Inchangé par rapport à la version actuelle (pas d'ajout des deux critères) | Inchangé par rapport à la version actuelle (pas d'ajout des deux critères) | Sur ce point, c'est le texte du Parlement qui devrait être privilégié. |

F. INFORMATION CLIENT (ARTICLE 24b (4) DE MiFID II)

La remise aux clients, par les PSI fournissant à la fois un service d'investissement et le service de tenue de compte-conservation, d'une information détaillée sur la performance des titres détenus en portefeuille est excessive dans un contexte où les clients se plaignent d'ores et déjà d'un excès d'information. La mise en place des outils nécessaires pour la fourniture de cette information sera nécessairement coûteuse et aura une incidence à la hausse sur la facturation des clients. Cette fourniture ne devrait avoir lieu que sur demande des clients.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|--|--|------------------------|---|
| Lors de la fourniture d'un service d'investissement associé au service de tenue de compte-conservation, la performance détaillée de chaque instrument financier en portefeuille doit être communiquée aux clients. | Fourniture seulement sur demande de la performance nette de chaque instrument financier en portefeuille. | Fourniture obligatoire | Sur ce point, c'est le texte du Parlement qui devrait être privilégié. |

II. PRIIPS

A. CHAMP D'APPLICATION (ARTICLE 2 (2) DE PRIIPS)

Les obligations vanilles sont à ce jour incluses dans le champ de PRIIPS. Ce sont pourtant des instruments financiers conçus pour lever du financement et non développés pour répondre à des besoins d'épargne. N'étant par ailleurs pas « packaged », ils ne devraient pas entrer dans le champ d'application de PRIIPS.

Cela constitue à ce jour un frein à leur commercialisation auprès de la clientèle de détail car pour éviter d'avoir à rédiger un KID PRIIPs, les émetteurs d'obligations vanilles réservent habituellement leurs émissions à la clientèle professionnelle. L'AMAFI souhaite que cette anomalie, qui va à l'encontre des objectifs fixés par la CMU de favoriser l'accès des ménages aux marchés financiers de l'Union, puisse être résolue à l'occasion des modifications envisagées de PRIIPS par la RIS.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|---|--------------------|------------------|--|
| Exclusion des obligations avec « <i>make whole</i> » clause | idem | idem | Les obligations vanilles (i.e titres de créance « <i>with no embedded derivatives</i> ») devraient être également exclues du champ de PRIIPS. |

B. SECTION ESG - NOUVEAU (ga) ARTICLE 8 (3) DE PRIIPs

L'AMAFI ne voit pas de raison de limiter le champ d'application des dispositions relatives à cette section aux instruments financiers entrant dans le champ de SFDR, les autres devant également être commercialisés selon leurs caractéristiques de durabilité puisqu'ils sont soumis aux exigences de la directive MIF en matière d'ESG.

De plus, les distorsions existantes entre les exigences de PRIIPs et celles, issues de MiFID2, relatives à la distribution, sont de nature à créer des difficultés lors de la commercialisation : les informations ESG sur le produit présentes dans le KID ne correspondront pas aux préférences ESG définies par l'article 2 (7) du règlement délégué MiFIDII. Pour réaliser le test de *suitability*, il sera donc nécessaire de collecter des informations supplémentaires auprès du producteur, ce qui n'est évidemment pas souhaitable du point de vue de l'efficacité des processus.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|---|---|---|--|
| Ajout d'une nouvelle section ESG, limitée aux produits SFDR et utilisant des concepts différents de ceux de MiFID | Ajout d'une nouvelle section ESG, limitée aux produits SFDR et utilisant des concepts différents de ceux de MiFID | Ajout d'une nouvelle section ESG, limitée aux produits SFDR et utilisant des concepts différents de ceux de MiFID | La section ESG du KID PRIIPs devrait reprendre les critères de l'article 2 (7) du règlement délégué MiFIDII |

C. PERSONNALISATION ET OUTIL COMPARATIFS - ARTICLE 14 (2) DE PRIIPS

La personnalisation des informations du KID (notamment celles relatives aux coûts et aux performances) pour chaque client n'est pas praticable pour tous les instruments financiers. Pour les produits structurés, cela requerrait des capacités de calcul en temps réel qui n'existent pas pour ces produits : chaque information personnalisée nécessiterait des calculs probabilistes lourds que les distributeurs n'ont pas les moyens de réaliser.

| Texte de la Commission | Texte du Parlement | Texte du Conseil | Commentaire AMAFI |
|--|---|------------------|---|
| Possibilité de personnalisation | Les informations du KID peuvent être remises via un outil interactif permettant leur personnalisation. | – | Sur ce thème, le texte du Conseil, qui ne comporte pas une telle exigence, a notre préférence. |
| Possibilité de fourniture d'outils interactifs | Outil de comparaison en ligne des PRIIPs développé par l'ESMA, contenant des informations sur la performance, le niveau de risque ainsi que les coûts et charges. | – | Sur ce thème, le texte du Conseil, qui ne comporte pas une telle exigence, a notre préférence. |

