

Impact de l'inflation sur la fourniture de services d'investissement aux clients de détail

— NOTE DE POSITION

L'Europe connaît depuis plusieurs mois une situation inflationniste qu'elle n'avait pas observée depuis de nombreuses années.

Dans ce contexte, l'ESMA s'est inquiétée du risque que l'inflation pose pour les investisseurs particuliers, estimant que certains d'entre eux ne sont pas en mesure d'en apprécier pleinement l'interaction avec leurs investissements.

Ainsi, le 27 septembre 2022, l'Autorité a émis, à l'attention des prestataires de services d'investissement, un [Public Statement](#) (ci-après le *Statement*) afin de les encourager à sensibiliser leurs clients de détail et à prendre en compte l'inflation et ses risques dans la fourniture de leurs services d'investissement et l'élaboration de leurs produits.

L'ESMA s'est en particulier attachée à trois obligations professionnelles issues de MIF II qu'elle juge pertinentes au regard de cet enjeu :

- l'information des clients,
- la vérification de l'adéquation des produits et services (*suitability*),
- la gouvernance produits.

Ce *Statement* a été notamment inspiré par une [recommandation spontanée adressée à l'ESMA en avril 2022](#) par le SMSG (*Securities and Markets Stakeholder Group*), qui avait fait le constat que les obligations réglementaires prennent insuffisamment en compte le risque inflationniste.

Ce *Statement* ayant suscité de nombreuses questions, les Comités Conformité et Conformité Banque Privée de l'AMAFI ont mené des travaux afin d'assister les adhérents dans l'interprétation du *Statement*. La présente note a ainsi pour objet de présenter la position résultant de ces travaux.

PRÉAMBULE

Le champ du *Statement* est limité aux clients de détail au sens de MIF II.

Par ailleurs, la notion d'inflation peut être définie comme une augmentation générale et durable des prix, caractérisée par le fait qu'au fil du temps, chaque unité de monnaie permet d'obtenir moins de biens ou services. Ainsi, l'inflation se traduit par une perte du pouvoir d'achat de la monnaie.

1. INCIDENCE SUR L'INFORMATION DES CLIENTS

Dans son *Statement*, sur le fondement de certaines obligations relatives à l'information aux clients (*MiFID, art. 24(3)¹ et RD MIFII, art. 44(2) b) et e)²*), l'ESMA attire en particulier l'attention sur la nécessaire prise en compte du risque inflationniste dans la communication à l'égard des clients et indique notamment : « *ESMA believes that firms should ensure that the information they address to retail clients, or disseminate in such a way that it is likely to be received by them, reflect, in comprehensible form, inflation risks and the possible effect this may have on the value and return of the investment* » (*Statement, §6*).

Les questions examinées ci-dessous sont les suivantes :

- À quels types d'instruments financiers s'applique cette recommandation ?
- À quels types de services d'investissement s'applique cette recommandation ?
- De quelle(s) façon(s) et sur quel(s) support(s) les PSI devraient-ils communiquer une information à leurs clients sur les risques inflationnistes ?
- Pour ce qui est de la distribution des PRIIPS en particulier, cette information doit-elle figurer dans les KIDs ?
- Quelle forme doit revêtir l'information sur les risques inflationnistes : doit-elle être précise par exemple en termes de niveau d'inflation observé, de zone géographique dans laquelle ces niveaux sont observés, ou de prévision sur les niveaux d'inflation attendus dans les années à venir ?

Le champ de l'information

➤ À quels types d'instruments financiers s'applique cette recommandation ?

L'inflation est un phénomène macroéconomique qui touche l'ensemble des actifs financiers en érodant leur pouvoir d'achat. Elle n'est pas propre à certains actifs financiers et a fortiori à certains instruments financiers. Elle n'est pas non plus propre à l'investissement financier puisque l'épargne via un compte de dépôt ordinaire est impactée de la même manière par ce phénomène.

En tout état de cause, compte tenu de leurs spécificités, il est considéré que certains instruments financiers ne sont pas concernés par l'inflation. Il s'agit notamment :

- des instruments financiers indexés sur l'inflation³ qui par construction sont immunisés contre cette variable,
- des dérivés de couverture dont l'objectif économique consiste précisément à réduire l'exposition aux sous-jacents, eux-mêmes impactés par l'inflation. Aussi, s'ils ne réduisent pas le risque d'exposition à l'inflation, ils ne sont pas en eux-mêmes soumis à de tels risques⁴.

➤ À quels types de services d'investissement s'applique cette recommandation ?

Comme indiqué ci-dessus, le *Statement* de l'ESMA est fondé sur les articles 24(3) de MiFID 2 et 44(2) du RDMIFII, de portée très générale, alors que la recommandation du SMSG, quant à elle, était rédigée de façon plus spécifique et visait en particulier les informations ex ante sur les services d'investissement et les instruments financiers (outre les articles 24(3) de MiFID 2 et 44 (2) du RD MIFII, cette recommandation-visait les articles 24(4) et 24(5) de MiFID 2).

¹ « 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... » (*MiFID, art. 24(3)*)

² « Les entreprises d'investissement veillent à ce que les informations visées au paragraphe 1 [c'est-à-dire ...] respectent les conditions suivantes:... b) les informations sont exactes et indiquent toujours correctement et d'une manière bien en évidence tout risque pertinent lorsqu'elles se réfèrent à un avantage potentiel d'un service d'investissement ou d'un instrument financier; ...e) les informations ne travestissent, ne minimisent, ni n'ocultent des éléments, déclarations ou avertissements importants;... » (*RD MIFII, art. 44(2) b) et e)*),

³ Dans le cas où l'indexation vise à soustraire la composante inflation d'un actif sous-jacent.

⁴ En effet, l'inflation impacte une somme, un investissement ou des produits d'investissement, ce que ne sont pas les dérivés de couverture du type dérivés de taux ou de change qui servent à échanger des flux pour se couvrir contre les risques d'évolutions de marché.

Dans ce contexte, il est considéré que ce *Statement*, bien qu'il ait vocation à s'appliquer à tous les PSI fournissant des services d'investissement à leurs clients de détail, n'a pas nécessairement à être relié à une obligation d'information liée à l'acte de fourniture de services d'investissement ou à un instrument financier.

D'ailleurs, compte tenu de ce que l'inflation impacte un champ beaucoup plus large que les seuls investissements en instruments financiers et s'étend notamment à la totalité des actifs financiers, cette information pourrait légitimement trouver sa place dans un document d'information dont le champ ne serait pas limité aux seuls services d'investissement et instruments financiers.

De quelle(s) façon(s) et sur quel(s) support(s) les PSI devraient-ils communiquer une information à leurs clients sur les risques inflationnistes ?

Comme rappelé ci-dessus, à la différence de la recommandation du SMSG qui était plus spécifique, le *Statement* de l'ESMA n'est pas prescriptif s'agissant du support de cette communication.

Dans ce contexte, l'AMAFI considère que les PSI doivent pouvoir **déterminer librement le support le plus approprié de communication** de cette information au client.

Néanmoins, **les modalités de sa communication doivent fournir l'assurance raisonnable que le client en prendra effectivement connaissance, notamment parce que l'information sera présentée de manière visible**. Elle pourrait, par exemple, être intégrée aux informations liées aux autres risques sur lesquels les PSI doivent informer leurs clients ou être fournie au moment de l'acte de vente, par exemple dans la documentation commerciale des instruments financiers.

En revanche, elle ne devrait pas simplement figurer dans un document où elle serait noyée au milieu de tout un ensemble d'autres informations.

S'agissant de l'éventuelle récurrence de cette information, de nouveau, parce que le *Statement* est silencieux sur le sujet, l'AMAFI considère que les PSI sont libres d'apprécier l'opportunité de renouveler cette information aux clients.

Cette information doit-elle figurer dans les KIDs des instruments financiers ?

Sur ce sujet, le SMSG, dans sa recommandation citée ci-dessus, rappelle que les risques liés à l'inflation ne sont pas explicitement pris en compte dans les modèles de KID prévus par le règlement PRIIPs et son règlement délégué. Il se contente de recommander à l'ESMA de proposer à son tour à la Commission européenne de modifier les textes PRIIPs.

Or, à la connaissance de l'AMAFI, l'ESMA n'a pas formulé cette proposition.

Le *Statement*, quant à lui, ne mentionne pas les KIDs comme supports de la communication sur les conséquences du risque inflationniste.

Pour autant, il est rappelé que les producteurs de PRIIPs sont tenus d'énoncer dans leurs KIDs les « *autres risques matériellement pertinents pour le PRIIP mais non repris dans l'indicateur synthétique de risque* » (*RD PRIIPs, Annexe III, §7, élément E*).

Toutefois, et comme indiqué plus haut, le risque que le rendement réel d'un instrument financier ne corresponde pas à son rendement facial ne peut être considéré comme spécifique à un instrument financier en particulier, ni même à l'investissement en instruments financiers en général. Il concerne la totalité des

actifs financiers, y compris ceux qui ne sont pas investis et n'a donc pas naturellement sa place dans un document portant sur un instrument financier spécifique⁵.

Néanmoins, l'AMAFI considère que les PSI⁶ devraient apprécier si le risque d'inflation constitue pour certains instruments financiers un « *risque matériellement pertinent* » qui devrait être mentionné dans le KID.

Pour ces raisons, l'AMAFI considère qu'hormis dans le cas spécifique cité ci-dessus, il n'y a pas d'obligation que les KIDs propres aux instruments financiers comportent cette information. Néanmoins, si le KID la mentionne, cette information pourrait trouver sa place sous la forme d'une mention générale dans l'une des zones de texte libre prévues à l'article 2.2 ou au paragraphe 7 de l'annexe 3 du RD PRIIPS⁷.

Cette information doit-elle figurer dans les documents commerciaux propres aux instruments financiers ?

Dans son paragraphe dédié à l'information des clients, le *Statement* rappelle les dispositions des articles 24.3 de MiFID 2 et 44.2 b) et e) de son règlement délégué obligeant respectivement les PSI notamment à :

- faire en sorte que toutes les informations, y compris publicitaires, qu'ils adressent à leurs clients soient « *correctes, claires et non trompeuses* » ;
- indiquer « *toujours correctement et d'une manière bien en évidence tout risque pertinent lorsqu'elles se réfèrent à un avantage potentiel d'un service d'investissement ou d'un instrument financier* » et à ne pas occulter ou minimiser d'élément important.

Sur ce fondement, et selon la même logique que celle développée au paragraphe précédent, l'AMAFI considère que les PSI devraient apprécier si le risque d'inflation constitue pour certains instruments financiers un « *risque pertinent* » et, le cas échéant, le mentionner dans les communications à caractère commercial de ces instruments financiers.

Il est en tout état de cause rappelé qu'en vertu de l'article 46(2) du RD MIFII⁸, dans le cas où le KID ou tout autre document d'information relatif à un instrument financier (par exemple un prospectus d'émission ou un KID ou prospectus d'OPC) mentionnant ce risque aurait été fourni au client à l'occasion de la prestation d'un service d'investissement, la documentation à caractère promotionnel relative à ce même instrument financier devra également le mentionner.

Quelle forme doit revêtir l'information sur les risques inflationnistes ?

L'AMAFI considère qu'il ne devrait pas être attendu des professionnels qu'ils communiquent à leurs clients des informations détaillées ou chiffrées sur les niveaux d'inflation observés, ni encore moins des prévisions ou projections sur le niveau anticipé.

⁵ À contrario d'ailleurs, il pourrait être défendu qu'une alerte portant sur l'investissement en instruments financiers pourrait être comprise par les clients comme un message que leurs avoirs non placés en instruments financiers seraient, eux, exempts de tels risques.

⁶ En vertu de l'article 5 de [PRIIPs](#), la responsabilité de la rédaction du KID repose sur l'initiateur de ce PRIIP.

⁷ Règlement délégué (UE) 2017/653 de la Commission du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents ([lien](#))

⁸ Selon lequel les informations contenues dans les communications publicitaires doivent être compatibles avec celles fournies au titre des activités de prestation de services d'investissement ou services connexes.

L'information délivrée aux clients doit en revanche permettre, quel que soit le contexte, de les alerter sur les risques liés au niveau de l'inflation ainsi que sur les conséquences qu'elle engendre sur leur situation patrimoniale et en particulier sur le rendement réel et l'éventuelle valeur de remboursement de leurs actifs financiers.

2. INCIDENCE SUR LES OBLIGATIONS D'ADÉQUATION

Dans son *Statement*, l'ESMA rappelle que les obligations d'adéquation imposent aux prestataires de services d'investissement de prendre en compte les risques de marché et de crédit, ce qui comprend le risque que l'inflation affecte la performance ou la valeur d'un investissement⁹.

Elle rappelle à cet égard la nécessité de prendre en compte l'horizon d'investissement des clients, de s'assurer de leur bonne compréhension du lien entre rendement et risque, ainsi que de considérer une diversification appropriée des risques (y compris le risque d'inflation) lorsqu'elles fournissent les services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement¹⁰.

L'AMAFI considère qu'en la matière, l'ESMA se contente de mettre l'accent sur des obligations déjà existantes pour les PSI et qu'en conséquence, les procédures en place dans les établissements conformes à ces obligations devraient permettre de répondre à ces recommandations.

3. INCIDENCE SUR LES OBLIGATIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE PRODUITS

Dans son *Statement*, l'ESMA recommande de prendre en compte l'inflation dans les processus de gouvernance produits et notamment ceux relatifs à la revue des produits et aux scénarii de performance¹¹.

Sur ce fondement, l'AMAFI considère que les modalités de calcul de la performance des produits, en particulier celles requises par le règlement PRIIPS, n'ont pas vocation à être modifiées pour intégrer des calculs de rendement net qui ne sont pas requis par ce règlement, ni par aucun autre texte.

Il n'en reste pas moins que dans leur appréciation de l'opportunité du lancement d'un instrument financier et dans leur revue des instruments financiers commercialisés, l'inflation devra être prise en compte.



⁹ "ESMA would expect firms, as part of the suitability assessment, to carefully consider, as part of the assessment of market risk and credit risk, the risk that inflation will undermine the performance and/or the value of an investment. In this respect it is particularly important that firms carefully assess and understand clients' investment horizons" (*Statement*, §10)

¹⁰ "ESMA would also expect firms to ensure that their policies and procedures enable them to ensure, *inter alia*:

- that the investment advice and portfolio management services provided to their clients take account of an appropriate degree of risk diversification (including differentiation with regard to inflation risk as different investments are impacted in different way by inflation); and
- the client has an adequate understanding of the relationship between risk and return (including, where relevant, the impact inflation might have on nominal returns, the necessarily low remuneration of risk free assets and the incidence of time horizon on this relationship, and of the impact of overall costs and charges on his investments)" (*Statement*, §11)

¹¹ "MiFID II product governance requirements, as laid down mainly in Articles 16(3) and 24(2) of MiFID II and Articles 9 and 10 of the MiFID II Delegated Directive, cover a broad range of topics, including on mandatory 'product reviews' and 'scenario analyses'. In light of the above requirements, ESMA expects that manufacturers and distributors consider the effect of the expected inflation in their product governance processes." (*Statement*, §13)