

MODIFICATION DE LA POSITION AMF DOC-2010-05 Commentaires AMAFI

Début mars 2015, dans le cadre de l'application de la Position AMF n° 2010-05, les services de l'Autorité ont exprimé auprès de l'Association des préoccupations en ce qui concerne la commercialisation des produits structurés ayant pour sous-jacents des indices jugés « discrétionnaires ». Après l'envoi par l'Association en avril suivant d'une note d'analyse sur cette problématique, les discussions ont repris en avril 2016 au cours d'une réunion où les services de l'Autorité ont présenté les orientations qu'ils se proposaient de suivre pour traiter cette question. L'Association a alors communiqué mi-juin des propositions alternatives sous la forme d'un Guide professionnel. Compte tenu des observations formulées par les services, des propositions modifiées leur ont été transmises en septembre. Ces propositions n'ont toutefois pas été retenues par ces derniers, le choix étant de procéder par modification de la Position 2010-05, un projet en ce sens devant être soumis à l'examen du Collège mi-décembre.

Ce projet ayant été communiqué à l'Association début novembre, le présent document de travail présente ses observations sur les propositions de mises à jour de la Position n° 2010-05 établies par les services de l'AMF.

OBSERVATIONS GENERALES

Regrettant que les discussions avec les services n'aient pu être suffisamment approfondies pour lui permettre, d'une part, d'ajuster ses propositions par rapport aux préoccupations de régulation de l'Autorité et, d'autre part, de préciser les raisons pour lesquelles elle suivait d'autres voies d'encadrement que celles envisagées par les services, l'Association souhaite formuler quelques observations de caractère général, dont certaines sont traduites dans les propositions d'ajustement qui suivent.

A titre liminaire, et comme elle le développe ci-après, l'Association considère que, compte tenu de la refonte imminente du cadre réglementaire résultant de l'application début 2018 des règlements Benchmark et PRIIPs ainsi que de la directive MIF 2, il serait important que les modifications apportées à la Position 2010-05, permettent d'anticiper ces évolutions. En tout état de cause, il ne peut être présumé que l'objectif de protection des investisseurs que poursuit l'AMF ne pourrait être atteint sans qu'il ne puisse être simultanément cherché à préserver, voire améliorer la compétitivité de la Place.

L'Association souhaiterait donc que l'alternative qu'elle présente au projet en cause puisse être rapidement examinée. Elle est bien évidemment à la disposition des services de l'Autorité pour ce faire dans les meilleurs délais.

1. Les modifications de la Position 2010-05 proposées par les services de l'AMF créeront pour de nombreux produits un effet d'éviction alors même qu'ils répondent aux besoins des clients et que le risque de mauvaise commercialisation qu'il comporte est souvent limité

Cette préoccupation doit être appréciée dans un environnement où la volonté des établissements qui commercialisent les produits en cause n'a pas été de transférer une partie de la complexité des *pay-off* Produit vers les sous-jacents de type Indice mais de proposer une solution alternative aux indices existants, ceux-là même dont il est considéré qu'ils sont « communément admis ». Ces indices de marché traditionnels, pondérés par les capitalisations boursières, ont en effet vocation à servir de benchmark mais ne constituent pas pour autant des supports efficaces à des stratégies d'investissements efficaces¹. Au contraire, les Indices sous-jacents aux produits émis par les PSI cherchent d'abord à répondre économiquement aux besoins des clients tels qu'ils les expriment ou que les établissements les identifient. Pour cela, ces derniers proposent un moteur de performance adapté à ces besoins, qu'il s'agisse d'optimisation, de diversification de portefeuilles, ou encore de sécurité face à la survenance de multiples événements de marchés. En cela, les Indices sous-jacents aux produits émis par les PSI sont une alternative importante aux Indices Benchmark qui ne peuvent répondre à de tels besoins spécifiques.

L'enjeu est ainsi de ne pas disqualifier par anticipation des produits qui répondent au besoin de protection des investisseurs et servent leurs intérêts.

1.1. La Position 2010-05 ne s'applique que pour autant que les risques de mauvaise appréhension et d'inintelligibilité des produits pour les clients non professionnels ne soient pas résolus au travers de la documentation mise à disposition du Client

Comme le rappelle son préambule, la Position 2010-05 est destinée, en situation d'asymétrie d'information entre producteurs et investisseurs non-professionnels, à prévenir deux risques encourus par ces clients :

- Le risque de mauvaise appréhension des risques,
- Le risque d'inintelligibilité de l'instrument financier.

Il en résulte que le processus de décompte des mécanismes, tel que mis en œuvre par la Position ne peut s'opérer isolément. Ce décompte ne s'impose alors que si la matérialité de l'un ou l'autre risque apparaît suffisante à l'AMF.

En outre, alors que la Position 2010-05 distingue clairement l'inintelligibilité de la complexité, il faut rappeler que la complexité ne peut être considérée par nature illégitime dès lors qu'elle œuvre à la primauté des intérêts du client : la protection des investisseurs peut justifier l'existence d'une forme de complexité tant que le mécanisme de protection est expliqué de manière claire, précise et objective.

D'ailleurs, en posant que les indices dits « communément admis », de type CAC40 ou Euro Stoxx 50, échappent au risque de mauvaise compréhension, l'AMF semble admettre que leur complexité intrinsèque² n'est pas dirimante et ne relève pas en tout état de cause du risque d'inintelligibilité.

¹ Les travaux de R. Haugen et M. Baker ont montré empiriquement que ces indices génèrent un rendement-risque sous-optimal. Une étude récente de l'Edhec Risk Institute fait le lien avec la moindre représentation dans ces indices des principales primes de risque présentes dans le marché.

² Dans le cas de ces deux indices, on observera que leurs règles qui couvrent des dizaines de pages dont l'accessibilité à l'investisseur non-professionnel peut être limitée, tant pour la compréhension des étapes elles-

C'est pourquoi, et à tout le moins, l'Association considère que comme l'AMF l'a prévu pour le critère n° 1, les critères objectifs de détermination des risques d'asymétrie et d'inintelligibilité doivent pouvoir être appréhendés à l'aune de la manière dont le produit est présenté et expliqué dans la documentation commerciale. Ainsi, « *si le produit est présenté de façon appropriée* », il doit échapper alors à l'approche dite de vigilance renforcée (sur ce point, cf. proposition sur l'exemple 2 quinter avec ajout de la note de bas de page 22).

Par ailleurs, deux éléments complémentaires nécessiteraient d'être pris en compte :

- D'une part, au regard des risques de mauvaise appréhension des risques et d'inintelligibilité, on ne peut occulter qu'une rigidité excessive sur la fréquence de rebalancement peut *in fine* porter atteinte aux intérêts de l'investisseur au détriment de la primauté de ses intérêts qui est pourtant au cœur du dispositif ; le produit peut en effet bénéficier d'une meilleure performance ou d'une meilleure allocation via ces rebalancements, toutes deux conformes à l'objectif de primauté des intérêts du client explicitement rappelé en introduction de la Position actuelle. S'il est considéré que l'intelligibilité de l'Indice et donc *in fine* du produit suppose avant tout que l'univers ne soit pas trop souvent modifié en cours de vie du produit, cette inintelligibilité ne peut se caractériser que sur les Indices qui présentent au moins 1 élément de complexité (sur ce point, cf. proposition sur l'exemple 2 quater).
- D'autre part, il doit être rappelé que la méthodologie d'un indice, appelée à couvrir l'ensemble des possibilités et cas particuliers entre l'univers de départ et la sélection finale, présente, par construction un certain nombre d'étapes : sélection et pondération des valeurs, dates de rebalancement, traitement des dividendes, etc. Aussi, par cohérence, une approche tendant à conditionner l'éligibilité d'un Indice en fonction de son nombre de mécanismes doit également prendre en compte l'éventuel caractère « communément admis » de ces mécanismes. En effet, de nombreux indices susceptibles d'être impactés par la révision de la Position recourent aux mêmes mécanismes que les indices de référence cités en exemple et reposent de surcroît sur des univers de valeurs identiques ou des sous-ensembles de ceux-ci.

1.2. La règle du double décompte des mécanismes appliquée à la fois à l'Indice et au Produit aura des effets d'éviction pour de nombreux produits, malgré les attentes de la clientèle

Au-delà de ce questionnement, la proposition de l'AMF, en consacrant une règle de double décompte des mécanismes pour les produits sur indices conduira en pratique à restreindre très fortement l'offre de produits sur indices vers les seuls indices de type CAC40 ou Euro Stoxx 50.

Un décompte de mécanisme appliqué à l'indice, en sus de celui appliqué au produit qui l'incorpore, revient mécaniquement à démultiplier la probabilité qu'un produit sur indice se voit de fait décompter au total un nombre de mécanismes supérieur à 3. Une telle approche aboutit en pratique à disqualifier une grande partie de l'offre actuelle des produits reposant sur des indices dits non communément admis, car ceux-ci sont majoritairement utilisés par les distributeurs pour améliorer les formules à destination des clients finaux (via des protections ou opportunités supplémentaires). Cela se matérialise généralement par une formule qui en elle-même est actuellement décomptée à 3 mécanismes : ainsi en 2016, on peut estimer que près de 65% des produits indexés aux indices systématiques non « communément admis » intégraient déjà 3 mécanismes au titre de la formule.

Une approche décomptant des mécanismes dans les indices en plus de ceux de la formule conduira donc, dans de nombreux cas, à réduire la qualité des produits si les mécanismes protecteurs de la formule ne sont pas analysés en fonction de la protection et de l'intérêt qu'ils peuvent présenter pour l'investisseur. A titre d'exemple, en 2015, on peut estimer que près de 40% des produits protégés en capital indexés au marché actions portaient sur des indices dits non communément admis.

mêmes que pour la mise en œuvre des nécessaires dispositifs de traitement des situations exceptionnelles et des filtres de qualité (liquidité, gestion des valeurs réservées ou suspendues) conformes aux principes OICV-IOSCO.

A tout le moins, deux aspects devraient alors être pris en compte : (cf. propositions sur l'exemple 4 bis) :

- D'une part, l'amélioration manifeste de la formule pour le client que présente exclusivement tel ou tel mécanisme au bénéfice de l'investisseur non professionnel ne devrait pas conduire à un décompte des mécanismes réalisés sur la formule du produit, en application du principe de primauté de l'intérêt du client.
- D'autre part, des règles adaptées doivent être appliquées en cas de décompte de mécanisme aux seins des indices, dans le but de prévenir le risque d'une disqualification arbitraire de la majorité d'entre eux.

Par ailleurs, on ne voit pas comment une conception trop restrictive des indices « communément admis » ne pourrait pas avoir des répercussions de nature à pénaliser le développement de produits portant sur des thématiques telles que l'Investissement Socialement Responsable, l'« ESG » ou le climat. Ces thématiques d'investissement font pourtant l'objet d'une forte volonté politique nationale et européenne (RSE, article 173 de la loi sur la transition énergétique,...).

2. Des modifications qui consacrent une approche incompatible avec les règles européennes qui doivent entrer en vigueur dans seulement un an.

2.1. Une Position 2010-05 dont la mise en œuvre devra tenir compte de l'entrée en application de PRIIPs début 2018

Comme l'a souligné elle-même l'Autorité le 4 août 2018, « *L'objectif du Règlement « PRIIPs » est d'uniformiser l'information précontractuelle remise aux investisseurs non professionnels (au sens de la directive MIF 2) pour les produits d'investissement dont la performance est fonction d'actifs sous-jacents (obligations structurées, OPCVM et FIA, dépôts structurés, contrats d'assurance-vie en unité de compte, dérivés, CFD, obligations convertibles, etc.)* » (v. « L'Europe uniformise l'information pré-contractuelle pour les produits d'investissement »).

Aussi, et sauf à nier les objectifs de transparence et de comparabilité affirmés par le législateur européen³, il semble d'ores et déjà acquis que la doctrine issue de la Position 2010-05 devra faire l'objet d'une révision en profondeur à l'entrée en application de PRIIPs, sinon d'une abrogation pure et simple.

³ « Les investisseurs de détail qui souhaitent réaliser un investissement se voient proposer un large éventail de produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance. Certains de ces produits offrent des solutions d'investissement spécifiques adaptées aux besoins de ces investisseurs, sont souvent combinés à une couverture d'assurance, ou peuvent être complexes et difficiles à comprendre. Les informations qui sont fournies actuellement aux investisseurs de détail sur ces produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance ne font l'objet d'aucune coordination et, souvent, ne les aident pas à comparer les différents produits ou à comprendre leurs caractéristiques. Par conséquent, il est arrivé à de nombreuses reprises que des investisseurs de détail ont réalisé des investissements sans comprendre les risques et les coûts associés et, parfois, ont subi ainsi des pertes imprévues » (PRIIPs, cons. 1). « L'existence de règles différentes sur les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance selon le secteur dont ils proviennent et de différences entre les réglementations nationales dans ce domaine crée, entre les différents produits et canaux de distribution, des conditions de concurrence inégales, qui constituent des obstacles supplémentaires à la mise en place d'un marché intérieur des produits et services financiers. Les États membres ont déjà pris des mesures, divergentes et non coordonnées, pour remédier aux lacunes constatées au niveau des mesures de protection des investisseurs, et il est probable que cette évolution se poursuivra. **Les approches divergentes en matière d'informations à fournir sur les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance entravent la mise en place de conditions de concurrence égales entre les différents initiateurs de produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance et les personnes qui fournissent des conseils au sujet de ces produits ou les vendent, ce qui fausse la concurrence et conduit à des niveaux de protection des investisseurs au sein de l'Union inégaux. Une telle divergence représente un obstacle à la mise en place et au bon fonctionnement du marché intérieur** » (PRIIPs, cons. 3).

De ce point de vue, l'AMAFI considérerait d'ailleurs utile qu'à l'occasion de la publication de la Position modifiée, l'AMF confirme son objectif de convergence européenne dans ce domaine.

2.2. Une Position 2010-05 qui, même à l'issue de la modification proposée, continuerait de nécessiter un alignement avec le nouveau dispositif de commercialisation et de Gouvernance Produit MIF 2 qui entrera en vigueur début 2018

2018 verre l'entrée en application de la directive MIF 2. Avec le nouveau dispositif, les règles en matière de commercialisation des produits sont largement revues avec l'introduction d'un dispositif de Gouvernance Produits. MIF 2 consacre en effet l'obligation de vérifier la compatibilité d'un produit avec un profil client identifié dans un marché cible qui ne se limite pas à la catégorie statutaire (non professionnel ou professionnel) mais qui prend en compte un certain nombre de critères autres notamment en matière de connaissance et d'expérience, de profil de risques ou d'objectifs. Autrement dit, un client non professionnel mais très sophistiqué en matière financière qui traite déjà régulièrement des produits structurés et qui présente une appétence aux risques élevée pourrait se voir offrir un produit qui n'est pas proposé à un client non professionnel sans expertise personnelle particulière en matière financière avec un profil de risques défini comme « prudent ».

Or, la Position 2010-05 ne prend aucunement en compte les caractéristiques du client, dans la mesure où tous sont placés sur un seul et même niveau dès lors qu'ils sont non professionnels. Ce point devra nécessairement être revu en cohérence avec l'approche de MIF 2.

Mais il est également important de noter que l'application combinée en 2018 de PRIIPs et de MIF2 va conduire à des évolutions profondes. D'une part, cette application combinée va s'accompagner de la mise en œuvre d'indicateurs de risque et de coût ainsi que d'une transparence accrue des informations communiquées en ces domaines. D'autre part, elle va également s'accompagner de l'exigence pour les producteurs de procéder à des tests de valeur, aussi appelés tests de qualité de leurs produits.

Dans ce contexte, la Position sera en contradiction avec les procédures de Gouvernance Produit mises en place dans le cadre de MIF 2 chaque fois qu'elle conduira à décompter 3 mécanismes pour un produit alors qu'en ajoutant un 4^e mécanisme, celui-ci passera les tests de qualité.

2.3. Une problématique des indices qui en outre va être traitée par le règlement Benchmark dont l'entrée en vigueur généralisée aura lieu le 1er janvier 2018

Le règlement Benchmark va créer un cadre applicable aux « indice de référence », c'est-à-dire concernant « *tout indice par référence auquel sont déterminés le montant à verser au titre d'un instrument ou d'un contrat financier ou la valeur d'un instrument financier, ou un indice qui est utilisé pour mesurer la performance d'un fonds d'investissement dans le but de répliquer le rendement de cet indice, de définir l'allocation des actifs d'un portefeuille ou de calculer les commissions de performance* ».

Si le règlement ne traite pas directement de la problématique du risque de mauvaise commercialisation des produits sur indices, il clarifie et harmonise en revanche les règles organisationnelles, en particulier en termes de gouvernance et de fiabilité des données, applicables à tous les indices de référence : qu'ils soient d' « importance critique » ou bien « significatifs » ou même « non significatifs » (catégorie qui couvrirait a priori la totalité des indices « *systématiques* » et « *non systématiques* » élaborés par les PSI, puisque le seuil d'en-cours est fixé à 50 milliards d'euros).

2.4. Une modification de la Position 2010-05 qui devrait chercher à faciliter la transition vers ces nouvelles règles, particulièrement dans le contexte de compétitivité de Place

Ainsi, en application de PRIIPs et du règlement Benchmark, mais aussi de MIF 2, le cadre réglementaire dans lequel s'insère la Position 2010-05 va se trouver profondément modifié quelques mois seulement après la publication de la nouvelle version qui est aujourd'hui envisagée.

Dans ce nouvel environnement, au surplus très exigeant pour les établissements, l'Association redoute qu'une modification de la Position 2010-05 vienne rendre encore plus complexe la transition qui est en cours. Il serait alors préjudiciable qu'une telle modification normative puisse être adoptée sans rechercher à faciliter la convergence avec les évolutions réglementaires européennes qui interviendront très prochainement.

A cet égard, il ne semble pas inutile de rappeler que l'une des forces de l'industrie financière française est sa capacité d'innovation et d'ingénierie ; et ceci dans un contexte où la survenance prochaine du Brexit doit rebattre profondément les cartes de l'Europe financière et où l'AMF avec les pouvoirs publics, a affirmé sa volonté de mettre en œuvre les moyens nécessaires pour que la Place de Paris joue pleinement son rôle dans cette nouvelle donne ...

PROPOSITIONS D'AJUSTEMENTS

Compte tenu du calendrier envisagé par l'AMF quant à la mise à jour de la Position 2010-05 souhaitée avant la fin de l'année, à ce stade, l'AMAFI s'est attachée à formuler ici des ajustements ciblés sur les modifications envisagées par les services, tout en cherchant à tenir compte des préoccupations soulevés par ceux-ci. Pour l'Association, le point critique concerne l'application du Critère n° 4, qui conduira en pratique à exclure du champ des produits commercialisables au public nombre d'entre eux malgré leur caractère protecteur des intérêts de l'investisseur :

- Proposition n° 1 : chaque élément « non-standard » intervenant dans la construction d'un indice donnerait lieu au décompte d'un mécanisme. Néanmoins, une étape de calcul au sein de la formule du produit qui serait manifestement une amélioration au bénéfice de l'investisseur ne se verrait pas décompter de mécanisme.
- Proposition n° 2 : sous réserve qu'il soit au bénéfice de l'investisseur, un seul élément de construction « non-standard » au sein de l'indice ne donnerait pas lieu au décompte d'un mécanisme au titre de l'indice.

En police verte, est rappelée la rédaction actuelle de la position sur le critère concerné. Les propositions de mises à jour visent 3 exemples :

- au critère n° 2, la modification du 2 ter ;
- au critère n° 4, l'ajout d'un 4bis sous la forme de 2 propositions alternatives.

Les commentaires de l'AMAFI sont formulés en encadré bleu. Les contrepropositions de l'AMAFI de mise à jour de la Position sont indiquées en **rouge souligné et gras** ou **barré** selon le cas.

Critère n° 2 : Caractère inhabituel pour le client non professionnel de l'instrument financier en raison du ou des sous-jacents utilisés

Certains instruments financiers utilisent des sous-jacents difficilement appréhendables par les clients non professionnels et généralement non observables de façon individuelle sur les marchés, comme, notamment, la volatilité d'un actif ou la corrélation entre plusieurs actifs.

Les produits visés construits sur ces sous-jacents présentent donc le risque d'être mal compris par les clients non professionnels, qui, pour les sous-jacents dont la disponibilité publique est limitée, ne sont pas non plus en mesure de suivre leur évolution

Exemple 2 Ter

Instrument financier indexé sur un indice non systématique²¹ sélectionnant les 30 valeurs ~~présentant la plus faible volatilité historique au cours des 6 derniers mois~~ dans un univers d'investissement défini et dont le rebalancement des composants et/ou leur pondération est revue ~~plus d'une fois par an~~ **de façon hebdomadaire.**

□ Un rebalancement ~~supérieur à une fois par an~~ des actifs composant la liste sous-jacente de l'instrument financier ~~associé à au moins un élément de complexité (ici la sélection des 30 actions présentant la volatilité la plus faible)~~ **plus fréquent que trimestriel sur un indice non-systématique** présente un risque de mauvaise appréhension des risques pour le client non professionnel tel qu'il sera particulièrement difficile pour le distributeur de respecter les obligations législatives et réglementaires en matière de commercialisation.

Les modifications proposées par l'AMAFI de l'exemple 2 Ter sont destinées à préciser que le rebalancement fréquent (plus fréquent que trimestriel) présente un risque de mauvaise appréhension des risques pour le client non professionnel seulement si l'Indice est non-systématique.

Exemple 2 Quater

Instrument financier indexé sur un indice (qu'il soit systématique ou non systématique) dont la sélection et/ou la pondération et/ou le rebalancement des composants est fondé sur (i) les 50 valeurs les plus liquides de l'univers d'investissement, puis (ii) les 30 valeurs qui offrent les dividendes les plus importants parmi les 50 retenues, puis (iii) les 10 valeurs qui présentent un Bêta inférieur à X% parmi les 30 retenues. Les 10 valeurs finales retenues sont équipondérées et la composition de l'indice est revue sur une base annuelle.

□ ~~La multiplication des filtres de nature différente (un filtre liquidité, un filtre dividendes et un filtre de réactivité au marché dans l'exemple) et/ou difficilement observables~~ **Parmi les filtres entrant dans la sélection des titres au sein de l'indice, celui portant sur le Beta semble difficilement observable** par un investisseur non-professionnel ~~et permettant de sélectionner et rebalancer les actifs composant la liste sous-jacente de l'instrument financier~~ présente un risque de mauvaise appréhension des risques pour le client non professionnel tel qu'il sera particulièrement difficile pour le distributeur de respecter les obligations législatives et réglementaires en matière de commercialisation²².

Comme vu ci-avant, la Position n° 2010-05 a pour objectif de déterminer des critères objectifs permettant d'apprécier le risque de mauvaise commercialisation pouvant résulter d'une mauvaise appréhension des risques par le client et du risque d'inintelligibilité de l'instrument financier proposé. A ce titre, les critères objectifs de détermination de ces risques doivent pouvoir être appréhendés à l'aune de la manière dont le produit est présenté et expliqué dans la documentation commerciale.

²¹ On désigne par « indice systématique » tout indice (ou liste d'actifs évoluant de façon dynamique) dont le calcul de la performance résulte uniquement de l'application d'une formule mathématique, sans intervention de tiers sous quelque forme que ce soit (par exemple l'équipe de recherche d'une banque...). A contrario, un indice « non systématique » est un indice (ou liste d'actifs évoluant de façon dynamique) dont le calcul de la performance ne résulte pas uniquement de l'application d'une formule et nécessite (ou rend possible) l'intervention d'un tiers. Etant précisé que ne sont pas considérés comme une intervention de tiers au sens de la précédente définition, les cas d'ajustements exceptionnels de l'indice afin de répondre à des problèmes techniques.

²² **A moins que le filtre ne soit présenté de manière approprié et qu'il reste intelligible pour le client non professionnel.**

Cette approche est consacrée au critère n° 1 pour lequel il est prévu que « *si le produit est présenté de façon appropriée* », il doit pouvoir « *échapper ainsi à l'approche dite de vigilance renforcée* » (NBP 20, p. 6).

Il n'y a pas de raison de ne pas l'appliquer similairement au critère n° 2 (le caractère inhabituel du sous-jacent), qui, par nature, est particulièrement impacté par la manière dont le produit sera présenté. Si le caractère inhabituel d'un élément peut présenter un risque, ce n'est pas pour autant que suffisamment bien décrit et expliqué, il ne peut pas être bien appréhendé et compris. A titre d'exemple, un filtre de dividendes ne peut pas constituer par principe un élément d'inintelligibilité dès lors qu'il est présenté de manière appropriée.

Pour les mêmes raisons, la référence à la nature des filtres doit être supprimée. Dans l'exemple donné par l'AMF, c'est en réalité le filtre Bêta qui peut être considéré comme difficilement observable.

Critère n°4 : nombre de mécanismes compris dans la formule de calcul du gain ou de la perte de l'instrument financier

L'AMAFI formule ici deux approches alternatives sur le Critère n° 4. Elle propose d'ajouter un second exemple.

Proposition n° 1

Exemple 4 bis

Instrument financier indexé sur un indice équi pondéré (qu'il soit systématique ou non systématique) qui comprend plusieurs critères de sélection et/ou de rebalancement de ses composants dont un fondé sur une sélection des 60 actions les moins volatiles sur les 6 derniers mois. L'indice est « dividendes réinvestis » mais retranche un montant / pourcentage forfaitaire annuel.

La complexité de l'indice utilisé comme sous-jacent de l'instrument financier devrait pouvoir être également appréhendé via le nombre de mécanismes.

i) Il ne serait pas décompté de mécanisme additionnel en cas d'utilisation d'indices communément admis comme représentatifs d'une place financière, d'une zone géographique ou d'un secteur particulier (type CAC40, Euro Stoxx 50, MSCI World, etc.). Les éléments de construction des indices communément admis sont notamment :

- S'agissant de l'univers d'actifs composant l'indice : une approche géographique ou sectorielle ;
- Des filtres de sélection de certains des instruments au sein de l'univers : sélection d'actions par leur capitalisation boursière, la liquidité des titres, leur caractère ISR, éthique ou impact climat ;
- Une méthode de pondération des titres ainsi retenus : pondération proportionnellement à la capitalisation ou une équi-pondération ;
- Une fréquence de rebalancement : trimestrielle, semestrielle ou annuelle ;
- Un mode de calcul de la performance de l'indice : dividendes réinvestis ou non.

ii) En revanche, il devrait être décompté un mécanisme additionnel pour les indices comportant un élément supplémentaire de complexité par rapport aux éléments de construction des indices communément admis (par exemple un indice réinvestissant les dividendes mais retranchant un montant / pourcentage forfaitaire).

iii) Il devrait être décompté un second mécanisme additionnel pour les indices ne pouvant pas être qualifiés d'indices appartenant aux catégories i) et ii).

□ L'indice donné en exemple serait forfaitairement décompté en deux mécanismes (cas iii)) auxquels s'ajouteraient les mécanismes décomptés au titre de la formule de calcul du produit à l'exception des mécanismes qui améliorent manifestement la formule au bénéfice de l'investisseur²³. Les deux mécanismes décomptés au titre de l'indice le sont au titre d'un filtre (choix des actions faiblement volatiles) et du mode de calcul de la performance (dividendes réinvestis et retranchement d'un montant / pourcentage forfaitaire annuel).

Exemple 4 Ter

Instrument financier qui à l'échéance propose le profil de gain/perte suivant :

- i) Si à une date de constatation annuelle (incluant l'échéance), l'indice connaît une hausse supérieure ou égale à 0% par rapport à son niveau initial, alors le produit est remboursé par anticipation à hauteur de l'intégralité du capital investi augmenté du maximum entre :
 - a. un coupon de 6% par année écoulée,
 - b. la performance de l'indice depuis son niveau initial
- ii) A l'échéance, en l'absence de rappel anticipé préalable, si l'indice n'a pas connu une baisse de plus de 40%, alors le produit est remboursé à hauteur de l'intégralité du capital. Sinon, le porteur recevra le capital diminué de l'intégralité de la baisse de l'indice.

L'indice sélectionne chaque trimestre les 40 actions présentant la plus forte performance (sur les 3 derniers mois) choisies parmi les 120 plus grosses capitalisations boursières françaises (sur la base de leur capitalisation flottante) puis les equi-pondère. Sa performance est calculée dividendes non-réinvestis.

□ L'indice donné en exemple n'est pas un indice communément admis. Il présente cependant seulement un élément dit de « complexité » : un filtre sur la performance passée. Il appartient donc à la catégorie ii) et sera alors forfaitairement décompté en un mécanisme (cas ii)).

Par ailleurs, deux mécanismes entrent dans le calcul du remboursement du produit : scénario de base à l'échéance et possibilité de rappel anticipé. Le maximum qui est offert en cas de rappel entre la performance de l'indice et le gain fixe par année écoulée est manifestement en faveur du client par rapport à un produit qui n'offrirait que le gain fixe ; il ne rentre donc pas lieu au décompte d'un mécanisme.

L'instrument financier intègre donc 3 mécanismes au titre de la formule du produit et de l'indice. Il est donc éligible à la commercialisation à une clientèle d'investisseur non professionnel.

²³ Les mécanismes qui sont dans le sens manifeste de l'amélioration de la formule en faveur de l'investisseur peuvent être notamment : l'ajout d'un gain conditionnel à maturité en plus du scénario de base ; l'ajout d'un maximum en cas de rappel anticipé entre un gain fixe et la performance du sous-jacent ; une barrière de rappel anticipé décroissante (linéairement) dans le temps ; le détachement d'un gain annuel conditionnel même en l'absence de rappel anticipé ; un point d'entrée défini comme le plus favorable pour l'investisseur sur une période prédéfinie.

Comme vu ci-avant, un décompte de mécanisme appliqué à l'indice, en sus de celui appliqué au produit qui l'incorpore, revient mécaniquement à démultiplier les risques qu'un produit sur indice se voit de fait décompté au total un nombre de mécanisme supérieur à 3.

Une telle approche aboutit à disqualifier une grande partie de l'offre actuelle des produits reposant sur des indices dits non communément admis, car ceux-ci sont majoritairement utilisés par les distributeurs pour améliorer les formules à destination des clients finaux (via des protections ou opportunités supplémentaires). Cela se matérialise généralement par une formule qui en elle-même est actuellement décomptée à 3 mécanismes : une approche décomptant des mécanismes dans les indices en plus de ceux de la formule sera donc pénalisante pour la qualité des produits dans la mesure où les mécanismes protecteurs de la formule ne sont pas analysés en fonction de la protection et de l'intérêt qu'ils peuvent présenter pour l'investisseur.

Il est donc proposé d'exclure du décompte des mécanismes appliqué au titre de la formule de calcul du produit, ceux qui sont appliqués dans le seul intérêt ou la seule protection de l'investisseur.

Les mécanismes qui sont dans le sens manifeste de l'amélioration de la formule en faveur de l'investisseur peuvent être notamment : l'ajout d'un gain conditionnel à maturité en plus du scénario de base ; l'ajout d'un maximum en cas de rappel anticipé entre un gain fixe et la performance du sous-jacent ; une barrière de rappel anticipé décroissante (linéairement) dans le temps ; le détachement d'un gain annuel conditionnel même en l'absence de rappel anticipé ; un point d'entrée défini comme le plus favorable pour l'investisseur sur une période prédéfinie.

S'il n'est probablement pas justifié, *a priori*, de limiter cette approche aux produits sur indices, la règle de double décompte souhaitée par l'AMF conduit de facto à un traitement particulier de ces sous-jacents et légitime donc l'existence d'un cadre spécifique aux produits sur indices.

Enfin, de façon à rendre objectifs les éléments qui ne devraient pas être considérés par l'AMF comme des éléments de complexité, une liste non exhaustive de filtres communément admis a été dressée.

Proposition n° 2

Exemple 4 bis

Instrument financier indexé sur un indice équi pondéré (qu'il soit systématique ou non systématique) qui comprend plusieurs critères de sélection et/ou de rebalancement de ses composants dont un fondé sur une sélection des 60 actions les moins volatiles sur les 6 derniers mois. L'indice est « dividendes réinvestis » mais retranche un montant / pourcentage forfaitaire annuel.

□ La complexité de l'indice utilisé comme sous-jacent de l'instrument financier devrait pouvoir être également appréhendé via le nombre de mécanismes.

i) Il ne serait pas décompté de mécanisme additionnel en cas d'utilisation d'indices communément admis comme représentatifs d'une place financière, d'une zone géographique ou d'un secteur particulier (type CAC40, Euro Stoxx 50, MSCI World, etc.). Les éléments de construction des indices communément admis sont notamment :

- S'agissant de l'univers d'actifs composant l'indice : approche géographique, sectorielle ;
- Des filtres de sélection de certains des instruments au sein de l'univers : sélection d'actions par leur capitalisation boursière, la liquidité des titres, leur caractère ISR ou éthique ou impact climat ;

- Une méthode de pondération des titres ainsi retenus : pondération proportionnellement à la capitalisation, équi-pondération ;
- Une fréquence de rebalancement : trimestrielle, semestrielle ou annuelle ;
- Un mode de calcul de la performance de l'indice : dividendes réinvestis ou non.

ii) ~~En revanche, il devrait être décompté~~ **Il ne serait pas décompté de** mécanisme additionnel pour les indices **n'appartenant pas à la catégorie (i) et** comportant **uniquement un** élément supplémentaire de complexité **par rapport aux éléments de construction des indices communément admis** (par exemple un indice réinvestissant les dividendes mais retranchant un montant / pourcentage forfaitaire) **pour autant que ce seul élément soit présenté de manière approprié et compréhensible pour le client non professionnel.**

iii) **En revanche, il devrait être décompté un mécanisme additionnel pour les indices comportant deux éléments supplémentaires de complexité (par exemple un indice réinvestissant les dividendes mais retranchant un montant / pourcentage forfaitaire et appliquant un filtre de volatilité – l'indice donné ici en exemple)**

iv) Il devrait être décompté **un** second **mécanisme additionnel** pour les indices ne pouvant pas être qualifiés d'indices appartenant aux catégories i), ii) et iii).

L'indice donné en exemple serait forfaitairement décompté en **un** mécanisme (cas iii)) **auquel** s'ajouteraient les mécanismes décomptés au titre de la formule de calcul du produit.

Exemple 4 Ter

Instrument financier qui à l'échéance propose le profil de gain/perte suivant :

- i) Si à une date de constatation annuelle (incluant l'échéance), l'indice connaît une hausse supérieure ou égale à 0% par rapport à son niveau initial, alors le produit est remboursé par anticipation à hauteur de l'intégralité du capital investi augmenté du maximum entre :
 - a. un coupon de 6% par année écoulée,
 - b. la performance de l'indice depuis son niveau initial.
- ii) A l'échéance, en l'absence de rappel anticipé préalable, si l'indice n'a pas connu une baisse de plus de 40%, alors le produit est remboursé à hauteur de l'intégralité du capital. Sinon, le porteur recevra le capital diminué de l'intégralité de la baisse de l'indice.

L'indice sélectionne chaque trimestre les 40 actions présentant la plus forte performance (sur les 3 derniers mois) choisies parmi les 120 plus grosses capitalisations boursières françaises (sur la base de leur capitalisation flottante) puis les équi-pondère. Sa performance est calculée dividendes non-réinvestis.

L'indice donné en exemple n'est pas un indice communément admis. Il présente cependant seulement un élément dit de « complexité » : un filtre sur la performance passée. Il appartient donc à la catégorie ii) et sera alors forfaitairement décompté en un mécanisme (cas ii)).

Par ailleurs, deux mécanismes entrent dans le calcul du remboursement du produit : scénario de base à l'échéance et possibilité de rappel anticipé. Le maximum qui est offert en cas de rappel entre la performance de l'indice et le gain fixe par année écoulée est manifestement en faveur du client par rapport à un produit qui n'offrirait que le gain fixe ; il ne rentre donc pas lieu au décompte d'un mécanisme.

L'instrument financier intègre donc 3 mécanismes au titre de la formule du produit et de l'indice. Il est donc éligible à la commercialisation à une clientèle d'investisseur non professionnel.

La proposition initiale de l'AMF se base sur un décompte de mécanisme avec une approche forfaitaire : les indices qui ne seraient ni (i), ni (ii), quel que soit le nombre d'éléments de complexité identifiés, se verraient attribuer un décompte de mécanisme égal à 2.

Cette proposition n'opère donc pas de hiérarchisation entre un indice ayant 2 éléments dits de complexité et celui en présentant 3, 4 ou plus.

La proposition n° 2 de l'exemple 4 bis de l'AMAFI a pour objectif d'introduire :

- d'une part, une liste non exhaustive d'éléments que l'AMF ne devra pas considérer comme des éléments de complexité pour les besoins du décompte au niveau de l'indice, et ;
- d'autre part, une hiérarchisation entre les indices en fonction des éléments de complexité qu'ils présentent tout en conservant l'approche de l'AMF du décompte forfaitaire des mécanismes.

Dans cette version modifiée par l'AMAFI :

(i) Les indices (autres que CAC 40...) présentant des filtres communément admis ne se verraient pas décompter de mécanisme additionnel à ceux décomptés par ailleurs au titre de la formule du produit. De façon à rendre objectifs les éléments qui ne devraient pas être considérés par l'AMF comme des éléments de complexité, une liste non exhaustive de filtres communément admis a été dressée.

(ii) Les indices non communément admis présentant 1 élément de complexité mais qui est suffisamment bien présenté⁴ et expliqué ne se verraient pas décompter de mécanisme additionnel à ceux décomptés par ailleurs au titre de la formule du produit.

(iii) Les indices présentant au plus 2 éléments de complexité se verraient forfaitairement décompter 1 mécanisme additionnel à ceux décomptés par ailleurs sur la formule du produit.

(iv) Les indices présentant plus de 2 éléments de complexité se verraient forfaitairement décompter 2 mécanismes additionnels à ceux décomptés par ailleurs sur le produit.



⁴ Pour les Indices présentant un élément de complexité qui ne seraient pas présentés de manière approprié et intelligible pour les clients professionnels, ils devraient se voir décompter un mécanisme additionnel comme les indices entrant dans la catégorie (ii).