

DISPOSITIF PRIIPs PROPOSITIONS DE MODIFICATION DES RTS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE COMMENTAIRES AMAFI

Suite au rejet le 14 septembre 2016 par le Parlement européen de ces premières propositions de RTS¹ concernant la réglementation PRIIPs², la Commission européenne a soumis de nouvelles propositions aux ESAs le 10 novembre 2016. Conformément à la lettre qui accompagnait ces propositions, les ESAs ont 6 semaines pour réagir.

A ce titre, l'AMAFI souhaite formuler des observations au nom de ses adhérents qui sont fortement impactés par cette réglementation.

1. L'ajout d'un 4^{ème} scénario de performance, « *stress scenario* »

L'annexe IV de la première version des RTS mentionnait la possibilité d'ajouter un 4^{ème} scénario de performance lorsque les « effets nettement défavorables » n'étaient pas assez représentés dans le scénario défavorable³.

L'AMAFI comprenait alors que ce scénario additionnel avait pour objectif de montrer une image pire que le scénario défavorable à l'investisseur de détail pour que celui-ci prenne conscience de l'ampleur des pertes qu'il pourrait subir en cas de conditions de marché nettement défavorables.

Alors que l'insertion de ce scénario dans tous les KID ne devait pas constituer une exigence réglementaire, la Commission européenne rend obligatoire dans ces nouvelles propositions de RTS ce 4^{ème} scénario et propose une méthodologie de calcul pour celui-ci. Si l'AMAFI estime que cette proposition d'ajout d'un 4^{ème} scénario de performance peut participer d'une bonne information de l'investisseur, elle souhaite toutefois alerter sur le fait que la méthodologie proposée ne semble pas garantir que l'objectif recherché soit effectivement atteint.

En effet, alors que l'objectif est de montrer à l'investisseur de détail une situation extrêmement défavorable, la méthodologie actuellement proposée n'assure pas que, **pour tous les produits et dans tous les cas**, les performances affichées soient effectivement en deçà de celles montrées dans les trois autres scénarios.

¹ Final draft regulatory technical standards with regard to presentation, content, review and provision of the key information document, including the methodologies underpinning the risk, reward and costs information in accordance with Regulation (EU) n° 1286/2014 of the European Parliament and of the Council en date du 31 mars 2016.

² Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

³ Paragraphe 2 de l'Annexe IV du Règlement délégué de la Commission européenne du 30.06.2016 complétant le Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (ci-après RD PRIIPs).

Vous trouverez en Annexe un exemple de Produit pour lequel la performance du quatrième scénario, « *stress scenario* », telle que calculée par la méthodologie proposée par la Commission européenne est supérieure à celle calculée sur la base du scénario défavorable.

Il en ressort alors que :

- La méthodologie de calcul ne reflète pas la volonté du texte d'afficher une situation extrêmement défavorable ;
- Elle crée un risque de fournir une information incohérente, voire trompeuse puisque les performances affichées pour ce scénario le plus défavorable pourraient dans certains cas montrer des performances meilleures que celles résultant du scénario défavorable ou, par exemple, ne pas refléter une perte en capital que l'investisseur de détail pourra pourtant subir.

Aussi, l'AMAFI souhaite proposer une méthodologie alternative de sorte que les résultats obtenus reflètent **dans tous les cas et pour tous les produits**, la situation la plus défavorable.

Plus précisément, il s'agirait de conserver la méthodologie de calcul utilisée pour les 3 autres scénarios (favorable, médian et défavorable) mais d'utiliser un centile plus faible pour le 4^{ème} et dernier scénario sur les trajectoires déjà construites pour les 3 autres scénarios. Alors que les scénarios favorable, intermédiaire et défavorable prennent en compte respectivement le 90^e, 50^e et 10^e centile, le 4^{ème} scénario pourrait prendre en compte le 5^e centile par exemple, ou un centile inférieur.

Aussi, l'AMAFI propose d'apporter les modifications suivantes à la méthodologie proposée par la Commission européenne :

4th Scenario for Category 3 PRIIPs:

1. The stress scenario shall set out significant unfavourable impacts of the product, i.e. a loss. The stress scenario should display the **first quantile of the payoff distribution that shows a loss starting from the 5% worst quantile**, then if no loss is showed going down to the 2.5% worst quantile, etc. to the 1.25% quantile, respectively corresponding to the 500th / OR 250th / OR 125th worst payoff at the RHP under the 10,000 paths used for the scenario bootstrap.
2. The stress scenario at **the intermediate periods (if any)**, where those periods would be shown for the performance scenarios under point 1 of this Annex, should be the **same than the stress scenario at the RHP**, to reflect the fact that stress situation can occur at any point in time throughout the life of the product, and not just at maturity.

Calculation of the stress scenario :

$$MtM_{(4th\ Scenario, T_1)} = MtM_{(4th\ Scenario, T_{IHP})} = MtM_{(4th\ Scenario, T_{RHP})} \\ = \text{Min}(500^{th} / OR\ 250^{th} / OR\ 125^{th}\ \text{worst payoff (RHP) among the MRM paths})$$

2. La définition des critères de l'alerte de compréhension

Conformément à ce qui lui a été demandé par le Parlement européen, la Commission européenne a soumis aux ESAs des propositions de critères pour déterminer si un produit nécessite que soit insérée dans le KID une alerte de compréhension⁴ ou dite de « complexité » conformément à l'article 8.3.b) du niveau 1.

⁴ « Vous êtes sur le point d'acheter un produit qui n'est pas simple et qui peut être difficile à comprendre. »

Avant cette proposition, aucune norme n'avait été établie pour permettre de déterminer si un produit étant complexe ou non au sens de PRIIPs, il était alors nécessaire de prévoir cette alerte de complexité. Dans son courrier, la Commission a toutefois fait référence à MiFID et semble viser (mais sans référence précise – donc cela reste à confirmer) une Opinion de l'ESMA datée de 2014, prise en application de MiFID 1⁵. L'AMAFI estime cependant qu'il ne peut être approprié en la matière de se référer aux critères élaborés à l'époque par l'ESMA pour déterminer si l'alerte de complexité PRIIPs doit être insérée dans un KID.

Elle souligne en effet que :

- Le législateur n'a pas prévu, au niveau 1, de lien avec le régime MiFID. Les champs d'application et les objectifs respectivement poursuivis par ces deux textes ne peuvent laisser supposer qu'un tel lien devrait s'imposer.
- L'objectif de l'Opinion de l'ESMA précitée prise dans le cadre de MiFID 1 est différent de celui de l'alerte de compréhension dans le KID.

Dans le premier cas, il s'agit d'assurer que les PSI calibrent bien leurs diligences internes quant au caractère adéquat ou approprié du service au client en fonction de la complexité du Produit. Dans le second, il s'agit de renforcer la vigilance de l'investisseur sur le fait qu'il pourrait ne pas suffisamment comprendre le fonctionnement du produit dans lequel il investit.

- Cette Opinion, datée de 2014 et prise en application de MiFID 1, ne prend pas en compte les nouvelles dispositions de MiFID 2 en particulier en termes de Gouvernance Produit⁶.
- Une telle solution reviendrait à inclure une alerte de complexité pour la très grande majorité des produits entrant dans le champ de PRIIPs, et en tous cas la quasi-totalité des produits structurés⁷.

En pratique, cela revient à systématiser l'alerte de complexité de façon contreproductive.

Certes du point de vue des Producteurs, une telle solution a le mérite évident de la simplicité à laquelle s'ajoute une sécurité réglementaire accrue puisqu'évacuant le risque de sanction du Producteur pour manquement à son obligation d'alerte.

Accompagner toutefois tous les PRIIPs d'une alerte de complexité revient à priver l'investisseur d'une information quant à la complexité éventuelle du produit qui lui est proposé, contrairement à l'objectif même assigné à cette obligation. Au sein des produits complexes, l'investisseur n'aurait alors plus la possibilité de discriminer ceux qui présentent une complexité accrue.

Une solution qui pourrait être évoquée serait de fonder l'analyse de cette complexité accrue sur des éléments prédéterminés, à l'image de la doctrine mise en place à partir de 2010 par l'Autorité de marché française⁸.

⁵ *Practices for firms selling complex products*, Opinion ESMA 2014/146.

⁶ Avec le nouveau dispositif, les règles en matière de commercialisation des produits sont largement revues avec l'introduction d'un dispositif de Gouvernance Produits. MiFID 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 ».

⁷ Comme le relève l'ESMA elle-même dans cette Position: « Overall, the vast majority of structured products can be considered as complex products ».

Compte tenu de l'objectif d'homogénéité et de comparabilité qu'assigne PRIIPs en termes de présentation des produits une telle solution ne peut toutefois s'envisager qu'à la condition *sine qua none* qu'elle ne soit pas seulement une doctrine nationale mais qu'elle devienne le standard commun accepté par les Autorités en charge.

En effet, sans doctrine harmonisée au sein de l'Europe sur cette alerte de complexité, des divergences nationales aboutiront au résultat qu'un même produit serait considéré par exemple comme complexe pour les investisseurs allemands et non complexe pour les investisseurs français. Or, sauf à remettre en cause le principe même d'une Protection des investisseurs harmonisée en Europe, il n'y a aucune raison d'estimer que les investisseurs de certains pays seraient moins sophistiqués que ceux d'autres pays. Promouvoir une application homogène du règlement PRIIPS n'empêche pas en tout état de cause un régulateur national de restreindre les possibilités de commercialisation de certains produits, eu égard des spécificités de son marché intérieur.

Surtout, l'AMAFI souhaite souligner que l'analyse assez exigeante demandée par cette Position (et en particulier le décompte des mécanismes) est très mobilisatrice de ressources et *a priori* difficile à industrialiser⁹ à l'échelle prévue de PRIIPs. Elle est donc opposée à ce que le décompte des mécanismes tel que prévu par la Position 2010-05 soit utilisé pour l'alerte de compréhension PRIIPs.

Dans ce cadre, pour déterminer dans quels cas l'alerte de compréhension doit être insérée dans le KID, l'AMAFI propose de retenir une autre approche, à la fois différente de MIFID et de la Position AMF 2010-05, qui consisterait à retenir les deux critères cumulatifs suivants :

(1) Le PRIIP induit un risque qui génère une probabilité accrue que l'investisseur ne soit pas en capacité de bien appréhender ce risque ;

Cela sera le cas si le PRIIP prévoit une protection du capital à l'échéance inférieure à 90%. Les produits qui induisent une perte en capital génèrent une probabilité accrue de mauvaise compréhension des risques induits par le PRIIP.

(2) Et, le PRIIP a un sous-jacent qui présente un caractère non familial pour l'investisseur de détail.

Le caractère peu courant d'un sous-jacent peut générer une difficulté supplémentaire pour l'investisseur de détail à comprendre le produit ; là aussi comme l'a relevé la Commission.

Ce critère ne pourra toutefois être opérant que dans la mesure où les ESAs, en concertation avec l'Industrie, puisse déterminer une liste d'actifs considérées comme courant ou peu courant et qu'elle soit unique pour l'ensemble de l'UE. En outre, et en conformité avec MiFID 2, ce critère devra être appréhendé par les PSI à l'aune des dispositions en matière de Gouvernance Produit et en particulier la définition du marché cible du PRIIP pour permettre à un investisseur identifié comme appartenant à ce marché cible, parce qu'il a la connaissance et l'expérience suffisante pour investir dans le PRIIP, puisse le faire.



⁸ Position AMF n° 2010-05 « La commercialisation des instruments financiers complexes » du 15 octobre 2010, modifié en septembre 2013.

⁹ En effet, la condition de la protection du capital à 90% exclue *de facto* un certain nombre de produits. La Position ne s'applique en sus qu'aux produits faisant l'objet d'une Offre au Public en France. Son champ est donc *de facto* bien plus réduit que celui de PRIIPS.

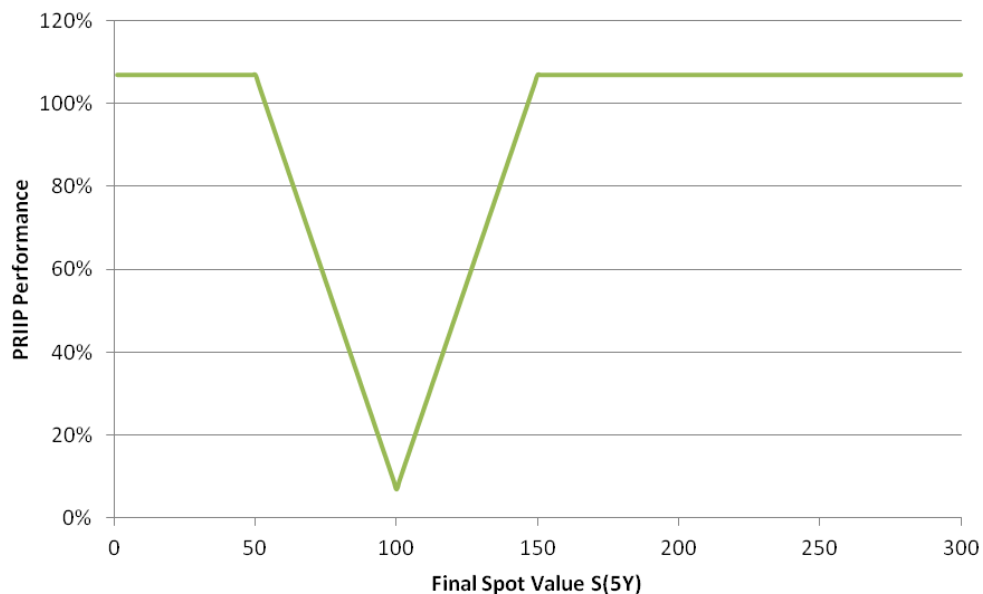
ANNEXE

Exemple d'un produit pour lequel le 4^{ème} scénario de performance, le « stress scenario » proposé produit des résultats supérieurs au 3^{ème} scénario, le scénario « défavorable »

Payoff:

- At inception date, retail customer [A] pays 100 EUR to Bank [B].
- 5 years later, Bank [B] pays to retail customer [A] an amount P that depends on the stock value S at the end of this period:
 - if S is lower than K1 = 50 , then P(S) = 107 EUR
 - if S is between K1 = 50 and K2= 100, then P(S) = 107 — 2 (S — K1)
 - if S is between K2 = 100 and K3= 150, then P(S) = 107 — 2 (K2 — K1) (1 — (S — K2) / (K3 — K2))
 - if S is greater than K1 = 150 , then P(S) = 107 EUR

The final payoff displays a “V”-shape, and so does the PRIIP return as a function of S:

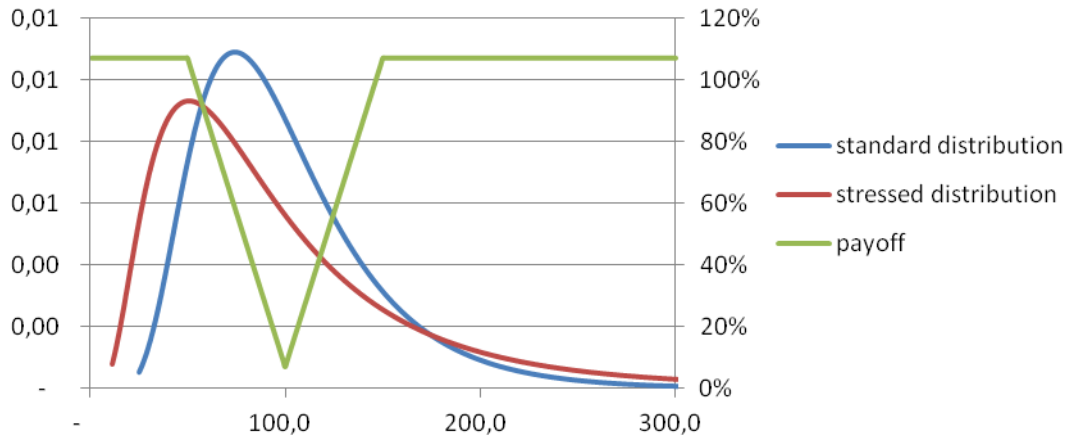


Now let us assume that

- a) the historical median volatility of S is $\sigma_S = 20\%$
- b) the 10%-quantile “stress” volatility of S is $\omega_{\sigma S} = 30\%$

Based on those respective historical volatilities, the distribution of the trajectories of S will have

- the blue shape for the trajectories built to measure the standard scenarios (unfavourable, moderate and favourable scenarios)
- the red shape for the trajectories built to measure the stress scenarios



As expected, the fact that the stress scenarios derive from a greater volatility produces a distribution that displays

- fatter tails, i.e. higher probability of the spot to get extremely low or extremely high
- a lower probability to remain near its expected value 100

Consequently we get the following quantile on the standard distribution:

- Unfavourable scenario (quantile 10% on the blue shape): **19%**
- Moderate scenario (quantile 50% on the blue shape): **66%**
- Favourable scenario (quantile 90% on the blue shape): **107%**

On the stressed distribution, we obtain the following performance

- Stress scenario (quantile 10% on the red shape): **25%**

Hence on this particular example, the “stress scenario” displays a performance level of 25% that is greater than the performance level 19% of the unfavourable scenario.

PS: Had we defined the stress scenario more simply as “the 5%-quantile on the standard scenarios”, we would have obtained a performance of 13%, which is, as expected, lower than the 19% performance of the unfavourable scenario.