

DISPOSITIF PRIIPs QUESTIONS CONCERNANT SA MISE EN ŒUVRE ET SON INTERPRÉTATION

Éléments d'appréciation

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 dit « PRIIPs » (*Packaged Retail and Insurance based Investment Products*) prévoyait une entrée en application à partir du 31 décembre 2016. Le retard pris dans l'adoption des mesures d'exécution a toutefois conduit la Commission européenne à proposer le 9 novembre 2016 de reporter d'un an, au 1^{er} janvier 2018, la date d'entrée en application de PRIIPs. Ce report a été officialisé le 14 décembre 2016 par le Règlement (UE) 2016/2340 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2016 modifiant PRIIPs.

Etat d'avancement du dossier PRIIPs

Le règlement délégué, publié le 30 juin 2016 par la Commission européenne sur la base des propositions de RTS présentées conjointement par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), par l'Autorité bancaire européenne (EBA) et par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) (ci-après « ESAs ») a été rejeté par le Parlement européen le 14 septembre 2016 au titre de son droit d'objection.

A cette occasion, celui-ci a demandé à la Commission de soumettre un nouvel acte délégué qui prendrait en compte les objections formulées (en particulier sur les scénarios de performance et l'alerte de complexité). Ce rejet a conduit la Commission à soumettre pour avis aux ESAs des propositions de modification des RTS le 10 novembre 2016. Ces modifications concernaient principalement les MOP (*multi-option PRIIPs*), le quatrième scénario de performance et l'alerte de compréhension. Fin 2016, il est toutefois apparu qu'outre l'émergence de nouvelles problématiques concernant la méthodologie de calcul du scénario moyen, un consensus global n'avait pu se dégager au sein des ESAs, en particulier sur les critères relatifs à l'alerte de compréhension. La Commission doit désormais finaliser un règlement délégué modifié, qui sera également soumis à une période d'objection de 3 mois de la part du Parlement et du Conseil. Cela signifie que ce règlement ne pourra être au mieux officiellement publié au JOUE que dans le courant du second trimestre 2017.

PRIIPs impose aux personnes qui mettent à disposition d'investisseurs de détail des produits d'investissement dont la performance est fonction d'actifs sous-jacents (PRIIP), d'élaborer à l'intention de ces investisseurs de détail un document d'informations clés (DICI ou *Key Information Document - KID*). L'objectif poursuivi est de permettre la comparaison entre produits quelle que soit leur « nationalité » ou leur « enveloppe » juridique en fournissant à l'investisseur, sous un seul et même format (le *KID*), l'ensemble des informations nécessaires à une prise de décision « éclairée » (indicateur de risque, performances, coûts, etc.).

Depuis plusieurs mois, des travaux sont menés par l'AMAFI en vue d'assister ses adhérents dans les adaptations qu'impose l'entrée en application de PRIIPs. Ces travaux sont toutefois entravés par l'absence de publication du règlement délégué. Ils ont été néanmoins l'occasion d'identifier des points nécessitant une attention particulière pour la mise en œuvre de PRIIPs ou posant des difficultés d'interprétation.

S'appuyant sur les textes existants et sur les échanges menés au sein du Groupe de travail AMAFI, l'objet du présent document est donc de fournir aux adhérents de l'Association des éléments d'appréciation en mesure de les guider dans la réponse à apporter à certaines questions qu'ils peuvent rencontrer dans la mise en œuvre du nouveau dispositif. En cohérence avec les missions imparties à l'AMAFI, les questions ici examinées le sont sous le seul angle des produits que ses adhérents peuvent commercialiser en tant que prestataires de services d'investissement. Cela signifie que les questions liées aux produits commercialisés par des organismes de placement collectif et des compagnies d'assurance ne sont pas traitées, même si des produits fournis par des PSI peuvent être intégrés dans les premiers. Par ailleurs, ne sont pas visés dans cette note les produits *equity-linked*¹ pour lesquels l'application de PRIIPs fait actuellement l'objet de discussions particulières au sein de l'Association.

Par nature, ce document est évolutif, particulièrement lorsqu'il s'appuie sur des éléments qui ne sont pas encore officiellement intégrés dans le corpus normatif. A ce titre d'ailleurs, le règlement délégué doit être considéré particulièrement, étant toutefois souligné qu'une très large part des dispositions que contient celui publié le 30 juin 2016 devrait rester en l'état. Les éléments d'appréciation ici réunis sont donc toujours susceptibles d'être approfondis, voire modifiés en fonction de l'évolution de la réflexion, et particulièrement au regard de ceux que pourraient fournir la Commission européenne, l'ESMA, l'EBA, l'EIOPA ou l'AMF. Ce document a par ailleurs vocation à incorporer progressivement les nouvelles questions qui pourraient être portées à l'attention de l'Association.

MISE EN GARDE

L'attention des utilisateurs du présent document est attirée sur le fait qu'il a pour seul objet de partager avec les adhérents de l'AMAFI les réflexions menées au sein de ses Comités et Groupes de travail sur les questions suscitées par la mise en œuvre de PRIIPs.

S'il prend en compte des échanges qui ont pu avoir lieu avec les services de l'AMF, il n'a pas pour autant été validé par l'Autorité. Les éléments qu'il contient doivent donc en toutes circonstances être traités avec prudence et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de l'AMAFI.

Il doit être particulièrement pris en compte le fait que la Commission européenne pourrait prochainement publier un document de questions-réponses fournissant des éléments d'interprétation des dispositions de PRIIPs. Ce document est donc susceptible d'être rapidement modifié à lumière de ces éléments.

¹ Inclut les obligations convertibles, les obligations échangeables, les obligations remboursables, les obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes (OCEANE), les bons de souscription d'actions...

Dans la suite de ce document, les abréviations suivantes sont utilisées :

- **PRIIPs** : 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 ;
- **RTS** : 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 ;
- **RD PRIIPs** : Règlement délégué de la Commission européenne du 30 juin 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 ;
- **KID** : *Key Information Document* ;
- **Producteur** : La personne soumise à l'obligation de rédiger le KID telle que définie en réponse à la Question I.2 ;
- **Workshop CE** : Atelier organisé par la Commission le 11 juillet 2016 au cours duquel certains éléments d'appréciation ont été fournis, sans pour autant avoir de caractère officiel ;
- **SRI** : *Summary Risk Indicator*, l'indicateur synthétique de risque exprimé selon une échelle alpha-numérique de 1 à 7 reflétant le niveau de risque du produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance (*RD PRIIPs, art. 3-2-(a)*) ;
- **MiFID 2** : Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

SOMMAIRE

I. DEFINITIONS	5
1.1. Qu'est-ce qu'un « client de détail » ?	5
1.2. Qui est le Producteur du PRIIP et, en tant que tel, redevable de l'obligation de rédiger le KID ?	5
1.3. Que signifie la « mise à disposition » d'investisseurs de détail d'un PRIIP ?	6
1.4. Quand l'obligation de fournir un KID cesse-t-elle?.....	6
II. REDACTION DU KID	7
2.1. Dans quelle langue faut-il produire le KID ?	7
2.2. Comment identifier l'Autorité Compétente à désigner dans le KID ?.....	7
2.3. Comment le « marché cible » au sens de PRIIPs se définit-il ?	8
2.4. Comment l'horizon d'investissement doit être explicité dans le KID ?.....	8
2.5. Comment appliquer l'obligation d'indiquer une période de détention recommandée ?.....	9
2.6. Quelle est l'unité d'expression des scénarios de performance ?.....	10
2.7. Quelles sont les conditions à réunir pour qu'un PRIIP soit considéré comme liquide et qu'il n'y ait pas d'obligation d'insérer dans le KID une « alerte de liquidité » ?	10
III. REEXAMEN DU KID	11
3.1. Sur quelle(s) base(s) se déclenchent les obligations de « réexamen » du KID ? Comment interpréter la notion de modification « <i>susceptible d'affecter sensiblement</i> » les informations contenues dans le KID ?	11
3.2. Faut-il diffuser un nouveau KID à chaque changement de SRI ou dès lors que le nouveau SRI perdure au-delà d'une certaine période ?	12
IV. FOURNITURE ET ARCHIVAGE DU KID	13
4.1. Comment le KID et ses mises à jour doivent-ils être fournis?	13
4.2. Une obligation en matière d'archivage du KID, de ses mises à jour et des données utilisées pour l'établir et le maintenir à jour est-elle prévue ?	14
V. IDENTIFICATION DU « PRODUCTEUR »	14
5.1. Lorsque le Producteur « vend » son produit à un gérant, le Producteur est-il tenu de lui fournir un KID ?.....	14
5.2. Concernant les dérivés OTC : qui est le Producteur du PRIIP et donc redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?.....	14
5.3. Concernant les dérivés listés : qui est le Producteur du PRIIP et donc le redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?.....	15
5.4. Concernant les obligations convertibles : qui est le Producteur du PRIIP et donc redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?.....	15

I. DEFINITIONS

1.1. Qu'est-ce qu'un « client de détail » ?

Réponse : La notion de « client de détail » est définie à l'article 4.6 de PRIIPs. Celui-ci renvoie à la définition du client de détail prévue par MiFID 2.

Dans cette dernière, un client de détail est un « *client qui n'est pas professionnel* », c'est-à-dire un client qui ne possède pas « *l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* ».

Sont ainsi considérées comme professionnels par nature :

- Les entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers ; et
- Les entreprises réunissant, au niveau individuel, au moins deux des critères suivants :
 - Total du bilan au moins égal à 20 000 000 EUR ;
 - Chiffre d'affaires au moins égal à 40 000 000 EUR ;
 - Capitaux propres au moins égaux à 2 000 000 EUR.

Les personnes ne remplissant pas les conditions précédentes sont donc considérées comme des « clients de détail ». Il en va ainsi des personnes physiques et des personnes morales ne satisfaisant pas les critères explicités ci-dessus.

MiFID 2 prévoit toutefois un système d'*opt-in / opt-out*, permettant, d'une part, à un client considéré comme un client de détail de demander à être traité comme un client professionnel et, d'autre part, à un client professionnel de demander le traitement réservé aux non-professionnels. C'est alors le choix de chaque PSI d'accepter ou non de faire droit à cette demande, pouvant le cas échéant conduire à ce que par PSI, et éventuellement par services d'investissement, voire par instruments financiers, un même client puisse ressortir de catégories différentes.

Dans ce contexte, l'AMAFI estime que pour l'application de PRIIPs, il appartient à chaque PSI d'appliquer ces dispositions, en faisant ou non droit aux demandes d'*opt-in / opt-out* qui peuvent lui être faites par des investisseurs auprès desquels il commercialise des PRIIP (sur cet aspect, v. aussi infra Question 2.1.).

1.2. Qui est le Producteur du PRIIP et, en tant que tel, redevable de l'obligation de rédiger le KID ?

Réponse : L'obligation de rédiger le KID pèse sur « *les initiateurs de Produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance* » (PRIIPs, art. 1). PRIIPs définit par ailleurs l'initiateur comme « *l'entité qui élabore* » le PRIIP ou celle qui « *apporte des modifications à un Produit existant, y compris, mais pas exclusivement en modifiant son profil de risque et de rémunération ou les coûts liés à un investissement* » (PRIIPs, art. 4.4).

1.3. Que signifie la « mise à disposition » d'investisseurs de détail d'un PRIIP ?

Réponse : PRIIPs rend un KID obligatoire à partir du moment où le produit est « mis à la disposition » d'investisseurs de détail (*PRIIPs, art. 5*). La question est donc de savoir comment interpréter la notion de « mis à disposition ».

L'AMAFI estime que cette notion doit être interprétée comme signifiant que des investisseurs de détail ont la possibilité d'investir dans le produit concerné. En revanche, le fait pour un investisseur de désinvestir d'un PRIIP ne peut caractériser une « mise à disposition ». Cela ne pourrait être le cas que s'il y avait une opération de marché secondaire entre un investisseur « vendeur » et un investisseur « acheteur » puisque ce dernier verra alors le produit « mis à sa disposition ».

La constatation qu'un PSI anime le marché secondaire d'un PRIIP en proposant uniquement aux investisseurs de se désengager vis-à-vis de lui (« *bid only* »), ne conduit pas celui-ci à devoir produire à cette occasion un KID. Cette analyse a d'ailleurs été confirmée à l'occasion du Workshop CE, la Commission européenne ayant précisé que l'obligation de produire un KID cesse dans l'hypothèse où les Producteurs rachètent uniquement le produit sur demande².

1.4. Quand l'obligation de fournir un KID cesse-t-elle?

Compte tenu de l'analyse précédemment menée (*v. supra 1.3*), il faudrait distinguer deux situations en fonction de la nature des produits en cause :

(1) Les titres (warrants, certificats, Notes)

L'AMAFI estime que deux cas pourraient être distingués :

(i) d'une part, les produits de bourse offerts en continu qui seraient considérés comme continuellement mis à disposition des investisseurs et donc soumis à l'obligation de rédiger voire de rééditer un KID même s'ils ont été émis avant la date d'entrée en application de PRIIPs (en l'absence donc de clause de grand-père) ; et,

(ii) d'autre part, les produits qui ne sont mis à disposition des investisseurs que dans le cadre d'une période de commercialisation avec une durée limitée dans le temps. Passée la date de fin de cette période de commercialisation, le produit n'est plus mis à disposition mais peut être uniquement racheté par l'émetteur sur demande de l'investisseur (« *bid only* »), l'obligation de rédiger un KID cesse donc à la fin de la période de commercialisation.

(2) Les produits OTC (Options OTC, *Forwards*, *CFD*, ...)

Un produit OTC est vendu au client sur la base d'une transaction d'achat / vente réalisée de gré à gré entre l'intermédiaire et son client. Il ne peut être considéré comme « mis à disposition » de l'investisseur que dans le cadre de cette transaction. Le Producteur ne doit donc fournir un KID que dans le cadre de cette unique transaction.

² [Cross-cutting PRIIPs KID RTS Questions](#), Commission européenne, Bruxelles, 11 juillet 2016, « Q3: Which are typical examples where the manufacturer's KID obligation ceases? [...] Manufacturer offers price for redemption only » (f).

II. REDACTION DU KID

2.1. Dans quelle langue faut-il produire le KID ?

Réponse : PRIIPs prévoit que le KID doit être produit dans la langue de chaque pays où il est distribué. Quand le pays possède plusieurs langues officielles, il suffit de le produire dans une seule de ces langues officielles (*PRIIPs, art. 7*).

Cette obligation peut alors conduire à remettre en cause la pratique largement répandue pour certains types de produits, notamment les produits OTC, de toujours communiquer en anglais. Cette situation peut être d'autant moins adaptée que, comme précisé précédemment (*v. supra Question 1.1*), les clients de détail auxquels cette protection est due ne recouvrent pas seulement des clients particuliers mais également un certain nombre de *corporates* vis-à-vis desquels cette communication en anglais constitue aujourd'hui la norme.

Il doit néanmoins être souligné que lors du Workshop CE, la Commission européenne a évoqué la possibilité que cette difficulté puisse être traitée en laissant à chaque régulateur national le soin de prévoir une dérogation sur ce point³.

2.2. Comment identifier l'Autorité Compétente à désigner dans le KID ?

Réponse : Deux séries d'éléments doivent être pris en compte.

Les premiers laissent penser que l'Autorité compétente à désigner serait celle de l'État d'origine du Producteur. En effet, le KID doit contenir « *des informations concernant l'autorité compétente dont relève le Producteur* » (*PRIIPs, art. 8.3 (a)*). Par ailleurs, la notion d' « autorités compétentes » désigne quant à elle « *les autorités nationales désignées par un État membre pour contrôler le respect des obligations que le présent règlement impose aux initiateurs de [PRIIP] et aux personnes qui fournissent des conseils au sujet de ces produits ou qui les vendent* » (*PRIIPs, art. 4.8*). Tandis que de son côté, le RD PRIIPs mentionne « *l'autorité compétente chargée du contrôle [du Producteur] en ce qui concerne le KID* » (*RD PRIIPs, art. 1 (d)*).

L'autre série d'éléments à prendre en compte incite plutôt à désigner l'Autorité compétente de l'État de commercialisation du PRIIP⁴. En effet, les éléments précédents doivent être analysés au regard du Considérant 24 de PRIIPs qui précise que celui-ci « *n'institue pas un passeport permettant la vente ou la commercialisation transfrontière de [PRIIP] à des investisseurs de détail, ni ne modifie les arrangements existants en matière de passeports relatifs à la vente ou à la commercialisation transfrontière de [PRIIP], s'il en existe* » et qu'il « *ne modifie pas la répartition des responsabilités entre les autorités compétentes qui existent dans le cadre des arrangements en vigueur en matière de passeports* ». Ce même considérant indique par ailleurs que « *l'autorité compétente de l'État membre dans lequel le [PRIIP] est commercialisé devrait être responsable du contrôle de la commercialisation de ce [PRIIP]*. »

³ Malgré le fait que PRIIPs ne semble pas laisser place à une telle possibilité, il faut cependant rappeler que l'obligation de mettre à disposition un KID n'existe que face à des clients de détail. Or, la classification des clients qu'établissent MiFID 1 et MiFID 2 n'est ni immuable, ni totalement binaire. D'une part, sur acceptation de l'établissement financier qui est en relation avec le client, elle permet à ce dernier d'utiliser des mécanismes d'*opt-in* et d'*opt-out*. D'autre part, et même si ce n'est pas la pratique, elle n'interdit pas de classer les clients en fonction d'une matrice services / produits. Il est alors possible de s'appuyer sur cette double observation pour soutenir une dérogation du type de celle évoquée par la Commission européenne.

⁴ Avec pour conséquence que pour chaque État où il est commercialisé un KID spécifique pourrait devoir être produit indiquant l'Autorité compétente en charge.

Il est nécessaire que cette question de l'Autorité compétente à désigner (État du Producteur ou État de commercialisation) soit tranchée sans ambiguïté au niveau européen par les ESAs agissant conjointement. Il ne peut en effet être envisagé que des analyses différentes puissent coexister entre les différents États membres.

Par ailleurs, au cas spécifique de la France, il faut relever que l'AMF et l'ACPR bénéficient toutes deux de compétences en matière de commercialisation de produits pouvant donner lieu à un KID. Il est donc également important qu'elles déterminent quelle autorité doit être désignée pour quelle nature de produits.

2.3. Comment le « marché cible » au sens de PRIIPs se définit-il ?

Réponse : La « *description du type d'investisseur de détail* » auquel est destiné le PRIIP (dit « le marché cible ») est définie comme celui « *auprès duquel le [PRIIP] est destiné à être commercialisé, notamment pour ce qui est de la capacité à supporter les pertes d'investissement et de l'horizon d'investissement* » (*PRIIPs, art. 8.3. (c.) iii*).

Les mesures de niveau 2 précisent en sus que le marché cible doit comprendre les « *besoins, caractéristiques et objectifs* » du type de client avec lequel le PRIIP est compatible (*RD PRIIPs, art. 2.3*).

Finalement, il ressort donc que le type d'investisseur de détail à qui s'adresse PRIIPs doit être défini sur la base de :

- sa capacité à supporter les pertes ;
- son horizon d'investissement ;
- ses besoins ;
- ses caractéristiques ; et,
- ses objectifs.

Si certains de ces critères rappellent la notion de marché cible ("*target market*") de MiFID 2, l'AMAFI considère cependant qu'en l'absence de renvoi explicite entre ce texte et PRIIPs pour lier les notions de marché cible que chacun emploie⁵, il ne peut en être déduit une quelconque obligation d'appliquer les critères du marché cible de MiFID 2 aux produits PRIIPs.

2.4. Comment l'horizon d'investissement doit être explicité dans le KID ?

Réponse : En ce qui concerne l'horizon d'investissement plus particulièrement, la question se pose de savoir comment celui-ci devrait être identifié précisément dans le KID. Selon l'AMAFI, deux critères peuvent répondre à cet objectif :

- (1) Une classification qualitative sous la forme d'une table [« *long / medium / short* »]-*term* avec une correspondance numéraire⁶ ; ou
- (2) Une indication de la durée de vie restante exprimée en mois ou années.

⁵ Et d'autant plus que sur le sujet du « client de détail » (*PRIIPs, art. 4.2*), un renvoi explicite à MiFID 2 a été rédigé (*v. question 1.1*). Il apparaît donc que si la volonté des régulateurs avaient été d'aligner les réglementations PRIIPs et MiFID 2 sur le sujet des « marchés cibles », ces derniers auraient procédé par renvoi explicite à MiFID 2.

⁶ La nature de la correspondance numéraire faisant l'objet actuellement de travaux, ce point sera précisé lors d'une prochaine actualisation de ce document de questions-réponses.

La première proposition semble correspondre à la pratique actuelle et emporter l'adhésion auprès d'autres acteurs européens. Elle pourrait également être celle retenue dans le cadre de la détermination du marché cible tel que prévu par MiFID 2.

Dans ce contexte, dans l'hypothèse où le KID viendrait à être réexaminé (*v. infra, Question 3.1*), l'horizon d'investissement énoncé devra être revu en fonction de la durée de vie restante du PRIIP à la date de réexamen.

2.5. Comment appliquer l'obligation d'indiquer une période de détention recommandée ?

Réponse : PRIIPs prévoit que le KID ait une section intitulée « *Combien de temps dois-je le conserver et puis-je retirer de l'argent de façon anticipée ?* » (*RD PRIIPs, art. 6*), dans laquelle doit notamment être rédigée « *une brève description des raisons ayant motivé le choix de la période de détention recommandée (...)* » (*RD PRIIPs, art. 6(a)*).

L'AMAFI estime que quatre situations pourraient être distinguées :

- (1) Les produits conçus pour être détenus jusqu'à maturité : La période de détention recommandée correspond nécessairement à la maturité du produit, quand elle existe et sous réserve que cela reste économiquement pertinent y compris, le cas échéant, du point de vue du client.
- (2) Les produits dits « open end ⁷ » : Si PRIIPs oblige à préciser une période de détention recommandée, il doit néanmoins être observé que cette obligation est difficile à satisfaire pour ces produits. Éclairer de manière utile et non trompeuse le client suppose d'indiquer seulement une durée moyenne de détention observée en l'accompagnant d'une explication narrative sur l'absence de durée de détention recommandée et sur le caractère seulement statistique du chiffre indiqué.
- (3) Les titres (warrants, certificats) : Là aussi, l'obligation de préciser une période de détention recommandée est difficile à satisfaire, l'intérêt économique du client étant directement fonction de l'évolution du sous-jacent et de son besoin (rendement ou couverture). Éclairer de manière utile et non trompeuse le client suppose d'indiquer seulement la maturité du titre en l'accompagnant d'une explication narrative sur la particularité du produit par rapport à l'impossibilité de formuler une recommandation en ce qui concerne la durée de détention optimale.

Par exemple, l'explication narrative pourrait être formulée de la manière suivante « *Les caractéristiques du produit ne permettent pas de fournir une recommandation sur la période de détention. Compte-tenu de son effet de levier, le produit réagit à l'ensemble des variations de prix du sous-jacent, y compris les plus minimes. Cela conduit à réaliser des pertes ou des profits à des échéances non prévisibles. Une quelconque recommandation sur la période de détention conduirait alors à communiquer une information trompeuse à l'investisseur ayant un besoin de rendement. Pour les investisseurs faisant face à un besoin de couverture, la période de détention dépend de la période au cours de laquelle cet investisseur souhaite se couvrir* ».

⁷ Produits financiers ayant une durée de vie illimitée.

Symétriquement, les scénarios de performance étant, en partie, basés sur cette durée de détention recommandée, pour les produits pour lesquels elle n'est pas pertinente (cités précédemment), une alerte similaire pourrait être insérée également dans la section du KID afférente à la présentation des scénarios de performance afin de renforcer la transparence de l'information aux investisseurs.

- (4) Les autres produits : il revient à chaque PSI de mener une analyse pour déterminer la période de détention à recommander.

L'approche ici développée ne constitue toutefois qu'un cadre général au regard duquel il appartient à chaque PSI de mener une analyse spécifique au regard des PRIIP qu'il produit pour l'adapter en conséquence.

2.6. Quelle est l'unité d'expression des scénarios de performance ?

Réponse : Les scénarios de performance doivent être exprimés à la fois :

- en devise soit " 10 000 € (for all PRIIPs except regular premium insurance-based investment products), or 1 000 € yearly (for regular premium insurance-based investment products) during different holding periods, including the recommended holding period." (RD PRIIPs, Annex VI 90) ; et
- en pourcentage "as the average annual return of the investment. That figure shall be calculated considering net performance as numerator and the initial investment amount or the price paid as denominator" (RD PRIIPs, Annex IV 27).

2.7. Quelles sont les conditions à réunir pour qu'un PRIIP soit considéré comme liquide et qu'il n'y ait pas d'obligation d'insérer dans le KID une « alerte de liquidité » ?

Réponse : Une alerte doit être rédigée dès lors que le produit présente un « *risque de liquidité matériellement pertinent* » ou s'il est illiquide (RD PRIIPs, art.3.2.(b)). Celle-ci doit être insérée juste en dessous de l'indicateur synthétique de risque (ISR) (RD PRIIPs, Annexe III).

La question se pose alors de savoir dans quels cas cette alerte doit-elle être prévue ?

Les mesures de niveau 2 (RD PRIIPs, Annexe II, Partie 4, § 56) établissent qu'un produit est considéré comme liquide dès lors que les critères cumulatifs suivants sont remplis :

- Le PRIIP est traité sur un marché secondaire (marché réglementé ou SMN) ; et
- L'émetteur ou un teneur de marché a pris un engagement ferme afin de garantir la négociation régulière du produit à tout moment (via une lettre de liquidité⁸ par exemple), étant entendu que ces accords écrits doivent assurer à tout moment, une négociation régulière du PRIIP.

Dans ce contexte, le PRIIP est liquide et il n'est pas nécessaire de rédiger une alerte de liquidité.

⁸ Par lettre de liquidité, il faut entendre tout engagement pris par le Producteur sans possibilité de s'en libérer, dont peut se prévaloir en tant que tel le détenteur du PRIIP. Cet engagement doit bien sûr être conforme aux exigences prévues par le texte en garantissant à tout moment une négociation régulière du produit.

A l'inverse un produit est considéré comme illiquide dès lors qu'il répond à l'un des critères alternatifs suivants (RD PRIIPs, Annexe II, Partie 4, 57) :

- Le PRIIP n'est pas admis à la négociation sur un marché secondaire ;
- Aucun dispositif alternatif de liquidité n'est proposé par son initiateur ou par un tiers, ou le dispositif existant est soumis à d'importantes conditions limitatives, notamment d'importantes pénalités de sortie anticipée ou des prix de rachat discrétionnaires, ou il n'existe pas d'engagements écrits garantissant à tout moment la liquidité du PRIIP (v. supra) ;
- Le PRIIP offre des possibilités de sortie anticipée ou de remboursement avant échéance, mais ces possibilités sont soumises à d'importantes conditions limitatives, notamment d'importantes pénalités de sortie anticipée ou des prix de remboursement discrétionnaires, ou à l'autorisation préalable et discrétionnaire de l'initiateur du PRIIP ;
- Le PRIIP n'offre pas de possibilités de sortie anticipée ou de remboursement avant échéance.

Dans de telles circonstances, l'alerte suivante doit être ajoutée : « *Il n'est **pas possible** de sortir de ce produit. Par conséquent, il est difficile d'estimer combien vous obtiendrez si vous en sortez avant [la période de détention recommandée/échéance]. Il est possible que vous ne puissiez pas sortir du produit avant échéance, ou que vous subissiez des pertes ou des frais importants dans un tel cas* » (RD PRIIPs, Annexe V, Partie 2, [Élément D]).

Les produits ne correspondant pas aux définitions de PRIIP liquide et de PRIIP illiquide sont considérés comme présentant un « risque de liquidité matériellement pertinent ». A ce titre, il doit être fait mention de l'alerte suivante : « *Il n'est **pas facile** de sortir de ce produit. Par conséquent, il est difficile d'estimer combien vous obtiendrez si vous en sortez avant [la période de détention recommandée/échéance]. Il est possible que vous ne puissiez pas sortir du produit avant échéance, ou que vous subissiez des pertes ou des frais importants dans un tel cas* ». (RD PRIIPs, Annexe V, Partie 2, [Élément D]).

III. REEXAMEN DU KID

3.1. **Sur quelle(s) base(s) se déclenchent les obligations de « réexamen » du KID ? Comment interpréter la notion de modification « susceptible d'affecter sensiblement » les informations contenues dans le KID ?**

Réponse : PRIIPs prévoit que le KID doit être revu *a minima* tous les ans et en tout état de cause « *chaque fois qu'une modification affecte sensiblement ou est susceptible d'affecter sensiblement les informations qu'il contient* » (RD PRIIPs, art. 15.1).

(i) Comment qualifier une modification de « sensible » ?

Il apparaît à la lecture des niveaux 1 et 2 de PRIIPs que 3 caractéristiques du produit sont mises en avant, à savoir, la classe du SRI, les scénarios de performance et les coûts liés au produit. Toutefois, seuls deux types de modification sont « *en particulier* » identifiés comme sensibles : un changement de classe du SRI (RD PRIIPs, Art.15.2 (b)) et un changement de scénario de performance supérieur à 5% (RD PRIIPs, Art.15.2 (c)). Alors qu'il peut être relevé qu'une modification des coûts n'a pas été identifiée comme une modification sensible, ces situations ne sont toutefois pas limitatives.

S'agissant des autres situations, l'AMAFI estime qu'une modification pourra être considérée comme « sensible » chaque fois qu'il y aura une modification du sous-jacent du produit ou survenance d'un évènement impactant significativement le risque du produit quand bien même cet évènement ne conduirait pas à modifier la classe du SRI.

Par exemple, une opération sur titre impactant significativement la description du sous-jacent ainsi que la modification de la notation de crédit de l'émetteur (même celle qui ne déclencherait pas un changement de classe du SRI – déjà visée par l'article 15.2 (b) du RD PRIIPs) pourraient être considérées comme sensibles. L'activation de certains mécanismes peut également être considérée comme des événements impactant significativement la description du sous-jacent (en particulier, lorsque ce mécanisme modifie la nature du produit ou son profil rendement/risques). *A contrario*, une simple modification ou une activation d'autres mécanismes intrinsèques au produit (comme par exemple le paiement de coupons) pourrait ne pas être considérée comme une modification sensible. Ils constituent en effet des événements inhérents à la vie du PRIIP.

(ii) PRIIPs oblige-t-il à faire une mise à jour du KID en temps réel ?

Il n'y a aucune obligation d'effectuer une mise à jour des KID en temps réel. Cela a été confirmé lors du Workshop CE⁹.

(iii) Selon quelles modalités la mise à jour du KID doit-elle se faire ?

La mise à jour du KID peut donner lieu à des modifications de deux types de données : des données chiffrées et/ou des données qualitatives ou descriptives. Les textes n'apportant pas de précision sur ce sujet, l'AMAFI estime que la réédition des documents devrait être réalisée selon les modalités suivantes :

- Dans le cas où les modifications portent sur des données chiffrées, afin de simplifier la lecture pour l'investisseur, le nouveau KID émis doit intégrer ces nouvelles données en remplaçant et supprimant, sans indication particulière, les anciens chiffres devenus obsolètes ;
- S'agissant des données qualitatives ou descriptives, en particulier celles figurant dans la section dédiée à la description du produit, le nouveau KID doit prévoir l'ajout d'un narratif indiquant la nature de l'évènement significatif intervenu et la date de sa réalisation (par exemple, dans le cas de la dégradation de la note de l'émetteur, une phrase doit indiquer que la notation de l'émetteur a été dégradée et à quelle date), le narratif ne devant alors pas être nécessairement modifié tant que les données fournies à l'investisseur de détail restent claires, exactes et non-trompeuses.

3.2. **Faut-il diffuser un nouveau KID à chaque changement de SRI ou dès lors que le nouveau SRI perdure au-delà d'une certaine période ?**

Réponse : L'AMAFI relève que dans l'hypothèse où des changements de classe peuvent être fréquents, il convient de s'interroger sur l'opportunité de rééditer le KID à chacun de ces changements.

En effet, dans l'hypothèse où le changement interviendrait de manière trop fréquente, la question se pose de savoir si le changement est suffisamment stable pour que la mise à jour du KID soit considérée comme pertinente.

Cette situation a été clairement prise en compte par les ESAs qui dans le document accompagnant les RTS ont indiqué : "(...) whereby a movement between SRI categories related to market risk must persist for at least four months before it is to be counted as a permanent change triggering a revision

⁹ [Cross-cutting PRIIPs KID RTS Questions](#) précité, « Q6: Revision: KIDs on Demand? The RTS do not require KIDs to be produced ,on demand or in real time', e.g. on an intra-day basis. »

and republication of the KID. Shorter term movements would not require republication. Changes related to credit risk would however always require revision and republication of the KID.”¹⁰

Cette appréciation est importante : des changements trop fréquents nuiraient au besoin d’intelligibilité des investisseurs, à l’encontre de l’objectif poursuivi par PRIIPs. Aussi, et comme les ESAs l’ont envisagé, l’AMAFI estime que le changement doit perdurer pendant 4 mois pour déclencher la réédition du KID (*RTS, Policy issue 3, Option 3.2, p. 126*).

IV. FOURNITURE ET ARCHIVAGE DU KID

4.1. Comment le KID et ses mises à jour doivent-ils être fournis?

(i) Quelles modalités de fourniture ?

Réponse : PRIIPs prévoit que le KID doit être fourni gratuitement avant la mise à disposition du PRIIP (*PRIIPs, art. 5.1, et 14.1*).

Le KID révisé doit être mis à disposition rapidement (*PRIIPs, art. 10.1*) et, comme sa version originale, peut être mis à disposition via le site internet du Producteur (*PRIIPs, art. 14.2 (c) et 14.5*).

Se pose alors la question de savoir si le KID mis à jour publié sur le site doit s’accompagner d’une notification alertant le client de cette nouvelle publication. Alors qu’aucune disposition de PRIIPs ne prévoit une telle obligation, le considérant 22 du RD PRIIPs, qui n’a d’ailleurs en soi pas de force obligatoire, confirme qu’il ne s’agit pas d’une obligation, mais seulement d’une incitation en précisant que « (...) *dans la mesure du possible, l’initiateur du PRIIP devrait informer les investisseurs de détail lorsque les documents d’informations clés ont été révisés, par exemple au moyen de listes de diffusion ou d’alertes par courrier électronique* ».

Alors qu’il n’est pas toujours possible de disposer de listes d’alerte recensant efficacement les investisseurs concernés, l’AMAFI estime qu’une façon de répondre à la préoccupation exprimée peut consister, lors de la fourniture du KID original, à préciser les modalités de mises à disposition des KID mis à jour, par exemple en précisant l’adresse du site internet où il sera disponible. Lorsque le PRIIP fait l’objet d’une commercialisation via des distributeurs, le Producteur peut convenir avec ses distributeurs que les KID mis à jour seront mis à leurs dispositions sur des systèmes d’informations partagées, c’est-à-dire un réseau par lequel le Producteur et le distributeur échangent des documents.

(ii) La publication doit-elle se faire sur un site internet public ?

Réponse : Publier un KID sur le site public du Producteur peut contrevenir aux règles applicables en matière d’Offre au Public quand le produit a été commercialisé dans le cadre d’un Placement Privé.

Dans la mesure où PRIIPs ne semble pas obliger la fourniture du KID sur un site public, l’AMAFI estime qu’un site réservé peut parfaitement être utilisé à condition qu’il soit accessible, directement ou indirectement, à tous ceux auxquels le KID est destiné¹¹.

¹⁰ [Cross-cutting PRIIPs KID RTS Questions](#) précité,

¹¹ Il faut que le KID réédité soit disponible pour les différents investisseurs de détail. S’il ne l’est pas directement sur un site dédié du Producteur, il peut néanmoins l’être indirectement au travers d’un engagement ferme de la part des distributeurs de mettre à disposition de « leurs » investisseurs le nouveau KID dès publication par le Producteur.

4.2. Une obligation en matière d'archivage du KID, de ses mises à jour et des données utilisées pour l'établir et le maintenir à jour est-elle prévue ?

Réponse : PRIIPs ne prévoit aucune obligation d'archivage particulière. Il faut alors distinguer :

- L'archivage des KID eux-mêmes et de leurs éventuelles modifications qui paraît devoir être assuré pendant 5 ans en cohérence avec l'obligation de conservation prévue par MiFID 2 ;
- L'opportunité et la durée de l'archivage des données sur la base desquelles le KID est produit, relèvent de l'appréciation de chaque PSI pour autant qu'elles ne doivent pas être conservées en vertu de dispositions légales ou réglementaires prévues par ailleurs.

V. IDENTIFICATION DU « PRODUCTEUR »

5.1. Lorsque le Producteur « vend » son produit à un gérant, le Producteur est-il tenu de lui fournir un KID ?

Réponse : Un gérant est une personne dont l'activité (réglementée) consiste à prendre les décisions d'investissement au bénéfice des mandats ou portefeuilles dont la gestion lui a été confiée (« gestion discrétionnaire »). C'est avec lui seul que le Producteur est en relation. Dès lors que le gérant est considéré comme un investisseur professionnel (*v. aussi supra Question 1.1.*), le Producteur n'est alors pas tenu de lui fournir un KID.

Cette interprétation a d'ailleurs été confirmée par la Commission européenne lors du Workshop CE¹².

Dans certains cas, un « gérant » fournit non pas un service de gestion mais un service de conseil en signalant à son client investisseur des opportunités d'investissement ou de désinvestissement. Sur la base de ces conseils, le client prend lui-même ses décisions et achète directement le produit auprès du Producteur. Si la pratique désigne souvent un tel service comme de la « gestion conseillée » alors qu'il relève en fait du conseil en investissement, il ne peut être considéré que la fourniture d'un KID ne serait pas due. Dès lors que le client est un investisseur de détail, le Producteur doit lui fournir un KID.

5.2. Concernant les dérivés OTC : qui est le Producteur du PRIIP et donc redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?

Réponse : Comme vu ci-avant (*v. question 1.4.*), le dérivé OTC est un PRIIP unique « vendu » au client sur la base d'un contrat conclut de gré à gré entre une contrepartie et son client. Il peut être considéré comme « mis à disposition » de l'investisseur uniquement dans le cadre de cette transaction.

Si la contrepartie du client de détail à la transaction doit remettre le KID à son client au moment de ladite transaction, elle ne saurait être tenue à une quelconque obligation de mise à jour du KID puisque cette obligation cesse une fois la transaction réalisée.

¹² [Cross-cutting PRIIPs KID RTS Questions](#) précité, « Q1: What are typical examples where there is no KID obligation? (...) PRIIPs bought and sold by a portfolio manager, including in the name and for the account of a retail investor. »

De la même façon, si la contrepartie (« A ») du client de détail a adossé le produit fourni à ce client par un contrat similaire, qui est économiquement une position inverse, passée avec un autre professionnel (« P »). P ne saurait en aucun cas être redevable de remettre le KID au client de détail. En effet, il ne s'agira pas juridiquement du même produit (contrairement aux titres) ne serait-ce que parce que le risque de crédit ne porte plus sur la même entité. C'est donc à A – et non à P - de fournir le KID au client de détail. Par ailleurs, A étant un client professionnel, P n'a aucune obligation de lui fournir un KID.

5.3. Concernant les dérivés listés : qui est le Producteur du PRIIP et donc le redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?

Réponse : Les dérivés traités sur des plateformes de marché sont créés par les entreprises qui gèrent ces plateformes d'exécution. Ce sont en conséquence elles qui mettent à dispositions des investisseurs ces produits. A ce titre et conformément à ce qui a été indiqué précédemment (*v. supra Question 1.2.*), ce sont donc les entreprises de marché qui sont les Producteurs et qui, en tant que tels, sont tenues de produire les KID.

5.4. Concernant les obligations convertibles : qui est le Producteur du PRIIP et donc redevable de l'obligation de rédiger et de mettre à jour le KID ?

Réponse : L'émetteur de l'obligation convertible met à disposition celle-ci, il est donc considéré comme le Producteur. A ce titre, il est redevable de l'obligation d'établir le KID, si toutefois PRIIPs s'applique (i.e. que le Produit est mis à la disposition d'investisseurs de détail).

L'AMAFI relève toutefois que dans la plupart des cas ces émetteurs sont conseillés par un PSI et que dans le cadre de sa mission de conseil, le PSI peut être amené à prendre en charge l'élaboration du KID. Si cette mission ne conduit pas pour autant à ce que la responsabilité juridique attachée lui soit transférée, celle-ci restant à la charge de l'émetteur, il paraît néanmoins préférable de formaliser contractuellement cette relation.

