

DISTRIBUTION DES CERTIFICATS A GESTION ACTIVE OU « *ACTIVELY MANAGED CERTIFICATES* » (AMC)

Textes de référence : articles L. 533-11, L. 533-13, L. 541-8-1 et D. 533-15-1 du code monétaire et financier, articles 44 et 50 du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 et articles 313-11, 313-18, 325-12, 325-14 et 325-31 du règlement général de l'AMF

La distribution d'*actively managed certificates* (AMC) auprès de clients non professionnels s'est accrue ces dernières années. Dans ce contexte, un nombre croissant d'acteurs (notamment des banques privées, des sociétés de gestion de portefeuille et des conseillers en investissements financiers) ont fait part aux services de l'AMF de leur volonté de développer cette activité.

Les services de l'AMF ont ainsi mené une étude entre juillet 2023 et mars 2024 auprès d'un certain nombre de professionnels concernés par ces instruments financiers (distributeurs finaux, distributeurs intermédiaires et émetteurs). Cette étude a montré des déficiences de la part des professionnels interrogés dans la mise en œuvre des exigences réglementaires applicables et une méconnaissance des éléments de doctrine de l'AMF alors même que ces instruments financiers revêtent d'un fort niveau de complexité. Il a ainsi notamment été noté que :

- Les documentations réglementaires prévoient un univers d'investissement de l'indice ou du panier très large sans corrélation avec l'univers d'investissement effectif ;
- Les marchés cibles définis sont très larges et ne prennent pas en compte les caractéristiques particulières de ces instruments financiers (s'agissant des rebalancements ainsi que, dans certaines situations, l'effet de levier associé à l'instrument financier) ni, le cas échéant, la complexité des sous-jacents pouvant composer l'univers d'investissement ;
- L'investisseur n'est que très rarement informé de la composition du sous-jacent au moment où il investit dans l'AMC et les mises à jour de celle-ci ne lui sont jamais communiquées ;
- L'information communiquée sur les coûts et charges n'inclut que rarement les coûts de rebalancement qui sont pourtant loin d'être négligeables, d'autant plus lorsque l'AMC est fréquemment rebalancé ;
- Le distributeur ne s'assure jamais en amont de la fourniture du service que l'investisseur comprend le fonctionnement atypique de ces AMC ;
- Les acteurs méconnaissent la position AMF DOC-2010-05.

L'objectif de ce document est double :

- attirer l'attention des professionnels sur certaines exigences réglementaires applicables dans le cadre de la distribution des AMC (ce document mentionne certaines obligations applicables issues de la directive MIF 2 et de ses textes d'application, il ne reprend pas de manière exhaustive l'ensemble des obligations applicables aux situations décrites (les obligations relatives au règlement Prospectus ne sont, par exemple, pas reprises)) ; et
- émettre des recommandations à des fins de meilleure protection des investisseurs.

Les recommandations ainsi émises apparaissent dans des encadrés.

1. CHAMP D'APPLICATION

1.1. Instruments financiers concernés

Les actively managed certificates (AMC) visés dans le présent document sont :

- (i) des titres de créance structurés ; et
- (ii) des titres financiers équivalents émis sur le fondement de droits étrangers

dont la performance dépend d'un sous-jacent (panier ou indice) dont la composition peut être modifiée¹ (« rebalancée ») de manière discrétionnaire en cours de vie de l'instrument financier sans avoir besoin d'obtenir l'accord des investisseurs finaux.

1.2. Situations concernées

Ce document vise la distribution d'AMC réalisée sur le territoire français à des clients non professionnels², dans le cadre de la fourniture d'un service de :

- conseil en investissement tel que défini au 5. de l'article D. 321-1 du CMF ;
- gestion de portefeuille pour compte de tiers tel que défini au 4. de l'article D. 321-1 du CMF ; et/ou
- exécution (réception et transmission d'ordres pour compte de tiers et exécution d'ordres pour compte de tiers tels que définis au 1. et au 2. de l'article D. 321-1 du CMF) ;

que cette distribution soit réalisée à l'initiative du professionnel ou de la propre initiative du client³.

La dénomination « client » utilisée dans ce document fait uniquement référence aux clients « non professionnels ». La distribution d'AMC aux clients professionnels et aux contreparties éligibles n'est pas visée par ce document.

1.3. Acteurs concernés

Ce document s'adresse aux :

- prestataires de services d'investissement (incluant les sociétés de gestion de portefeuille) fournissant ou souhaitant fournir l'un ou plusieurs des services d'investissement mentionnés en partie 1.2 (lorsqu'ils disposent des agréments nécessaires) sur les instruments financiers mentionnés en partie 1.1. – y compris leurs agents liés ; et
- conseillers en investissements financiers (CIF) fournissant ou souhaitant fournir le service de conseil en investissement⁴ sur les instruments financiers mentionnés en partie 1.1.

L'ensemble de ces acteurs est mentionné par l'appellation « professionnels » dans ce document.

¹ Par exemple par l'ajout ou la suppression d'un actif sous-jacent de référence ou par un changement de pondération entre les différents actifs de référence.

² Les clients non professionnels sont ceux visés (i) au 2 e alinéa du 1 de l'article D. 533-4 du code monétaire et financier (CMF) à l'exclusion des clients entrant dans le champ du 2e alinéa de l'article D. 533-12 du CMF et (ii) à l'article D. 533-11-1 du CMF.

³ Dans l'ensemble de cette Recommandation le terme « client » vise indifféremment les clients et les prospects.

⁴ Les CIF n'étant pas autorisés à fournir le service de réception et transmission d'ordres pour compte de tiers sauf lorsque le sous-jacent est un organisme de placement collectif (OPC) ce qui n'est pas le cas en l'espèce.

2. EXIGENCES REGLEMENTAIRES

2.1. Gouvernance des produits

En application des articles 313-11 et 313-18 du règlement général de l'AMF (« RG AMF »)⁵ le professionnel est tenu d'identifier le marché cible de chaque instrument financier dont il est « producteur » et/ou « distributeur ». Il doit ainsi identifier le ou les types de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs, y compris, éventuellement, des objectifs en matière de durabilité, avec lesquels cet instrument financier est compatible.

L'ESMA a publié des Orientations⁶ apportant notamment des précisions sur la manière dont ces marchés cibles doivent être identifiés auxquelles l'AMF a déclaré se conformer au travers de la position AMF DOC-2018-04⁷.

Dans le cadre de la distribution des AMC, l'AMF rappelle notamment aux professionnels qu'ils sont tenus :

- d'avoir des marchés cibles détaillés compte-tenu de la complexité de ces instruments financiers (§24, 25 et 50 des Orientations) ;
- de procéder à une évaluation très minutieuse du marché cible (§26 et 50 des Orientations) ;
- de définir une stratégie de distribution cohérente avec le marché cible déterminé (§32, 33, 37 et 60 des Orientations) ;
- pour les distributeurs, de définir leur propre marché cible (§46 des Orientations)

Recommandation

S'agissant du critère « connaissances et expérience » du marché cible (§19.b) et 42 des Orientations), compte-tenu de la complexité des AMC, afin de s'assurer que les clients qui les détiendront en portefeuille sont en capacité de comprendre leur fonctionnement et les risques liés à ceux-ci, l'AMF recommande de restreindre le marché cible « positif » de ces instruments financiers aux seuls clients disposant du niveau de connaissances et d'expérience le plus élevé et d'inclure dans le marché cible négatif les clients disposant d'un faible niveau de connaissances et d'expérience.

Pour les AMC qui ne présentent pas les caractéristiques spécifiées dans l'exemple 2ter⁸ de la position AMF DOC-2010-05, une analyse peut être réalisée par le professionnel pour identifier si des clients ayant un niveau de connaissances et d'expérience moindre pourraient également être inclus dans le marché cible positif et si un marché cible négatif devrait être identifié.

2.2. Information des clients

L'AMF rappelle qu'en application de l'article 44 du règlement délégué (UE) 2017/565⁹ & ¹⁰, les professionnels sont tenus de communiquer à l'ensemble de leurs clients des informations claires, exactes et non trompeuses. L'AMF attire notamment l'attention des professionnels sur le fait que ces informations ne doivent pas minimiser ou occulter des éléments, déclarations ou avertissements : cela implique que le client ait l'information sur les caractéristiques propres aux AMC distribués (incluant le caractère discrétionnaire des sous-jacents) et sur les conséquences en termes de risques.

⁵ L'article 313-18 du RG AMF est applicable aux CIF en leur qualité de distributeurs.

⁶ Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II (ESMA35-43-3448 – « Orientations »).

⁷ Extension de l'application de ces Orientations aux CIF au travers de la position AMF DOC-2006-23.

⁸ Un nombre de rebalancement supérieur à un par an des actifs composant la liste sous-jacente de l'instrument financier, associé à au moins un élément de complexité

⁹ Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive (« RD MiFID 2 »).

¹⁰ Article 325-12 du RG AMF pour les CIF.

Recommandation AMF- DOC-2024-06 – Distribution des certificats à gestion active ou « *Actively Managed Certificates* » (AMC)

2.2.1. Informations à communiquer en *ex-ante*

L'AMF rappelle que cette obligation de communication d'une information claire, exacte et non trompeuse implique également que l'information communiquée aux clients soit à jour ce qui nécessite notamment que le client (ou la personne agissant pour son compte) ait l'information, avant d'investir, sur la composition effective du sous-jacent (indice ou panier) de l'AMC à cette date.

Par ailleurs, en application de l'article 50.2 du RD MiFID 2¹¹, les professionnels sont notamment tenus de communiquer aux clients, en amont de la fourniture du service, une estimation de « l'ensemble des coûts et frais liés associés à la production et à la gestion des instruments financiers »¹².

Aussi, les coûts communiqués *ex-ante* aux clients en amont de la fourniture d'un service d'investissement lié à un AMC doivent notamment contenir une estimation des coûts de rebalancement (ces derniers étant liés à la gestion des AMC). Dans le cas de la gestion de portefeuille pour compte de tiers, ces coûts sont intégrés aux coûts globaux communiqués par le professionnel dans le cadre de la fourniture de ce service.

Recommandation

L'AMF recommande aux professionnels d'estimer les coûts de rebalancement de manière analogue à la méthodologie proposée par l'ESMA pour estimer les coûts liés à la gestion d'un portefeuille individuel en amont de la fourniture du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers¹³.

Aussi, l'AMF recommande aux professionnels d'estimer les coûts de rebalancement d'un AMC donné en se basant sur (i) les actifs composant le sous-jacent, (ii) le nombre ou le volume de rebalancements annuels anticipés (par exemple en utilisant les données historiques d'un AMC comparable), (iii) les coûts de rebalancement liés à chaque actif composant le portefeuille. Elle les invite également à apporter au client une information plus précise sur la manière dont les coûts ont été estimés.

2.2.2. Information régulière des clients

Recommandation

L'AMF invite les professionnels à fournir¹⁴ au moins trimestriellement aux clients détenant un AMC en portefeuille une information comprenant les coûts liés à la détention de cet AMC supportés pendant cette période de référence et :

- un relevé relatif à la composition de l'AMC à la fin de la période de référence ; ou
- un rapport de la gestion opérée durant la période de référence.

Dans l'une ou l'autre de ces situations, l'AMF recommande que le document communiqué contienne a minima des informations sur : les actifs éligibles, les composants de l'AMC à la date de constatation (classe d'actifs, thématique, niveau de risque), la valeur nette de chaque part et les modalités et conditions de sortie anticipée, les mouvements intervenus au cours de la période de référence.

¹¹ Il de l'article 325-14 du RG AMF pour les CIF.

¹² Etant rappelé que ces coûts doivent également être inclus dans les DIC PRIIPs communiqués aux clients en application du paragraphe 33.b) du Règlement délégué (UE) 2017/653 de la Commission du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) no 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents.

¹³ Voir ESMA_QA_1836.

¹⁴ Cette information peut être fournie de manière analogue à celle relative aux autres instruments financiers du portefeuille en cas de fourniture d'un service de gestion de portefeuille pour compte de tiers.

2.3. Evaluation de l'adéquation et du caractère approprié

2.3.1. Connaissances et expérience

En application des I et II de l'article L. 533-13 du CMF, quel que soit le service d'investissement lié à la distribution de l'AMC (conseil en investissement, gestion de portefeuille pour compte de tiers, exécution d'ordres pour compte de tiers et/ou réception et transmission d'ordres pour compte de tiers), le professionnel est tenu de vérifier le niveau de connaissances et d'expérience du client non professionnel en rapport avec le type spécifique d'instruments financiers distribués.

S'agissant des AMC, l'AMF rappelle que les professionnels sont donc tenus d'évaluer le niveau de connaissances et d'expérience du client vis-à-vis des caractéristiques particulières de ces instruments financiers ainsi que vis-à-vis de l'ensemble des instruments financiers pouvant composer ou être inclus dans le sous-jacent (que celui-ci soit structuré sous forme de panier ou d'indice). L'AMF rappelle par ailleurs que cette évaluation ne doit pas être réalisée par le biais d'une auto-évaluation réalisée par le client afin de s'assurer que le client comprend réellement le fonctionnement de l'AMC ainsi que l'ensemble des instruments financiers pouvant être inclus dans le sous-jacent.

2.3.2. Exécution « simple »

L'AMF rappelle que les AMC ne peuvent pas être considérés comme des instruments financiers « simples », ces derniers n'étant pas visés par l'article D. 533-15-1 du CMF. Ils ne répondent donc pas à la condition 1° du III de l'article L. 533-13 du CMF et ne sont ainsi pas éligibles à l'exécution « simple » permettant, entre autres conditions, à un prestataire de services d'investissement de fournir un service de réception et transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres pour le compte de tiers sans s'assurer du caractère approprié du service ou de l'instrument financier.

3. APPLICABILITE DE LA POSITION AMF DOC-2010-05¹⁵

L'AMF rappelle que les AMC, dès lors qu'ils peuvent être « rebalancés » plus d'une fois par an et qu'ils détiennent un élément de complexité additionnel¹⁶ entrent dans le champ d'application du critère n°2 de la Position AMF DOC-2010-05 : « Caractère inhabituel pour le client non professionnel de l'instrument financier en raison du ou des sous-jacents utilisés ». Dans cette situation, l'inclusion dans le critère n°2 ne dépend aucunement des instruments financiers composant le panier ou inclus dans l'indice sous-jacent à l'AMC. Aussi, un AMC qui réplique la performance uniquement d'actions pourrait également entrer dans le champ d'application de ce critère n°2 quand bien même les instruments financiers inclus ou composant le sous-jacent sont simples.

Aussi dès lors que leur distribution à des clients non professionnels intervient dans le cadre fixé par la position AMF DOC-2010-05, l'affirmation selon laquelle « *Il sera particulièrement difficile de respecter les obligations législatives et réglementaires applicables en matière de commercialisation* » s'applique.

¹⁵ La commercialisation des instruments financiers complexes (position AMF DOC-2010-05).

¹⁶ C'est par exemple le cas lorsque des « frais de rebalancement/réallocation » (ou frais équivalents) sont déduits de la valeur de l'AMC au moment des rebalancements.

4. AUTRES POINTS D'ATTENTION

4.1. Qualité des personnes déterminant la composition du sous-jacent

Recommandation

Pour qu'ils remplissent leur obligation d'agir au mieux des intérêts du client¹⁷, l'AMF invite les professionnels qui souhaiteraient distribuer des AMC auprès de clients non professionnels malgré les risques en matière de non-respect des obligations législatives et réglementaires que cela comporte à n'inclure dans leur offre à destination de ces clients que des AMC dont la ou les personne(s) déterminant la composition du sous-jacent (indice ou panier) dispose(nt) des agréments nécessaires pour fournir les activités de gestion collective et / ou de gestion de portefeuille pour compte de tiers (ou dispose(nt) d'un agrément équivalent accordé dans un pays étranger).

4.2. Démarchage

L'AMF rappelle aux professionnels qu'en application du 4° de l'article L. 341-10 du CMF, les AMC ne peuvent faire l'objet d'un démarchage financier (tel que défini à l'article L. 341-1 du CMF) dès lors qu'ils ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé et ne font pas l'objet d'une offre au public requérant l'établissement d'un Prospectus¹⁸.

4.3. Offre au public

L'AMF rappelle aux professionnels que les AMC émis sous forme de titres de créance sont des titres financiers soumis aux obligations relatives à l'offre au public mentionnées aux articles L. 411-1 et suivants du CMF.

¹⁷ Articles L. 533-11 et L. 541-8-1 1° du CMF.

¹⁸ En application du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017.