

RETAIL INVESTMENT STRATEGY

Synthèse des principaux enjeux identifiés

Introduction

La Retail Investment Strategy, ou stratégie pour l'investissement de détail (la « RIS ») est une réforme impactante pour l'ensemble de l'écosystème de la production et de la distribution des produits financiers d'investissement destinés à des clients de détail.

Présenté en 2023 par la Commission européenne, ce projet législatif, qui prend la forme d'amendements aux textes européens définissant les règles de protection de l'investisseur de détail (MiFID II, IDD et PRIIPs), a été débattu et négocié pendant près de 3 ans, jusqu'au vote du Conseil le 5 juin 2026. Il doit désormais être approuvé par le Parlement¹ avant d'être publié au JOUE². Les clauses relatives aux délais d'application permettent d'anticiper une entrée en application en 2029/2030. De nombreux textes de niveau 2 sont attendus pour permettre la mise en œuvre du texte.

Le présent document a pour objet de mettre en évidence les modifications et les nouvelles dispositions introduites par ce texte qui sont les plus impactantes pour les adhérents de l'AFPDB, et de les mettre en perspective avec les propositions initiales ou intermédiaires des colégislateurs ainsi que des positions d'*advocacy* défendues par l'AFPDB.

Il fournit une **première lecture du texte actuellement disponible qui devra être confirmée à sa publication**. Il se concentre sur les modifications apportées à MiFID II et PRIIPs et mets en évidence **prioritairement les dispositions ou modifications impactantes pour les produits structurés**.

Résumé synthétique

- Une **réforme avec des enjeux et des risques** importants pour l'écosystème de la distribution des produits d'investissement/structurés et qui a mobilisé des **efforts d'advocacy importants**. Un certain nombre de **risques ont été écartés même si d'importantes clarifications et textes de niveau 2 restent attendus**.
- Les nouvelles **conditions applicables aux inducements** pourraient être assez proches du régime actuel, sauf décision individuelle des États membres en faveur d'une interdiction partielle nationale. Des précisions sont néanmoins attendues dans les futurs textes de niveau 2 et, peut-être, des attentes renforcées des régulateurs sur les analyses et justifications et la formalisation de la conformité à ces conditions.
- Un **nouveau dispositif de Value for Money** vient renforcer celui de la Gouvernance Produits par lequel les producteurs et les distributeurs devront évaluer en interne le rapport coûts-performance/avantages des produits avant de leur commercialisation ; par comparaison avec un groupe de référence de pairs (pour MiFID) ou par référence à des benchmarks de supervision (IDD). Néanmoins, le texte de niveau 2 MiFID clarifiera le dispositif de VfM lorsque le *peer grouping* n'est pas justifié (ce que nous soutenons pour les produits structurés). Pour les dérivés (nous comprenons, y compris les turbo/warrants), l'évaluation de la VfM se fera sur leurs seuls coûts.

¹ Prévu pour novembre 2026, à confirmer.

² Estimé pour le moment à fin 2026 / début 2027.

- Les **KIDs PRIIPs** devront être lisibles en machine et devront pouvoir être présentés en format *layering*. Ils incluront un résumé et une section ESG dont le contenu devra être précisé au niveau 2. L'exigence de fourniture d'un outil de comparaison des PRIIPs est à ce stade repoussée et conditionnée à la production d'un futur rapport sur sa faisabilité et son rapport coûts-bénéfices.
- En l'état, de **nombreuses modalités d'application demeurent à préciser par des textes de niveau 2** ou par des orientations des superviseurs.

La RIS : contexte et enjeux

Adoptée dans le cadre de l'Union de l'Épargne et l'Investissement, cette réforme a pour objectif d'améliorer la participation des clients de détail aux marchés financiers. La Commission européenne a proposé de renforcer le cadre de protection, en particulier sur les conflits d'intérêts lors de la fourniture du service de conseil et de limiter les coûts des produits, jugés excessifs.

La réforme de la RIS est transversale : elle impacte les textes MiFID II, IDD et PRIIPs et couvre l'ensemble des produits financiers destinés aux clients de détail, notamment les fonds et produits structurés, distribués en compte-titres ou en unités de compte de contrats d'assurance-vie.

Les principaux points de discussion des Associations ont porté sur (1) le régime des inducements (les commissions de distribution) et (2) la Value for Money des produits.

Ils ont également porté sur d'autres changements impactant le régime de protection des investisseurs de détail :

- le format et le contenu du KID PRIIPs ;
- le contenu et le format des informations à destination des clients ;
- l'ajustement des règles relatives à la possibilité pour un client de détail de demander à être traité comme un client professionnel (*opt up*) ;
- la certification des conseillers et l'amélioration de l'éducation financière des investisseurs.

Les principaux enjeux et risques pour les établissements concernés identifiés concernent l'encadrement des coûts, y compris les commissions de distribution, les impacts sur l'éventail des gammes et la diversification de l'offre de produits, ainsi que, comme pour toute réforme d'envergure, ses effets disruptifs et les coûts induits de mise en œuvre.

1 — Le régime des *inducements* (commissions de distribution)

Le sujet des **inducements** concerne au premier chef les **commissions de distribution** versées par les producteurs aux distributeurs pour la commercialisation de leurs produits.

Alors que la proposition initiale comportait une interdiction des commissions de distribution pour les ventes sans conseil, le texte final se limite à introduire l'obligation pour les établissements de **réaliser un « test des inducements »**, c'est-à-dire de vérifier le respect d'**une liste de conditions et de critères que les commissions doivent satisfaire pour être autorisées**.

Ces conditions reprennent en substance celles prévues aujourd'hui dans les textes de niveau 2 et 3 de MiFID.



Elles consistent³ à exiger que les commissions perçues dans le cadre de la fourniture au client d'un service donné :

- (a) reposent sur une **méthode de calcul claire, compréhensible et transparente** ;
- (b) procurent un **avantage tangible** au client final ;
- (c) soient **proportionnelles à la valeur du produit** et au niveau de **service** fourni(s) au(x) client(s) ;
- (d) ne comportent aucune forme de seuil variable ou conditionnel, ni aucun autre type d'accélérateur qui serait activé par l'atteinte d'un **objectif fondé sur le volume** ou le montant des ventes ;
- (e) **doivent pouvoir être distinguées séparément** des autres frais (par exemple ceux liés aux services fournis à d'autres clients, ou ceux nécessaires à la fourniture du service au client concerné).

Pour le point (b), la justification de la fourniture de l'**avantage tangible** reprend les conditions de l'amélioration du service fourni au client actuellement posées par MiFID⁴, à savoir :

- (i) la **fourniture de conseils et l'accès** à une **large gamme**, incluant un nombre suffisant de produits provenant de fournisseurs tiers ;
- (ii) la **fourniture de conseils combinée** à l'une des options suivantes :
 - une offre faite au client, au moins une fois par an, d'**évaluer l'adéquation continue** des produits dans lesquels il a investi ; ou
 - un autre service continu susceptible d'être utile au client, tel que des **conseils sur l'allocation** optimale des actifs ;
- (iii) la mise à disposition, à un prix compétitif, d'une **large gamme de produits** susceptibles de répondre aux besoins du client, **incluant un nombre suffisant** d'instruments provenant de fournisseurs **tiers**, ainsi que :
 - la mise à disposition d'**outils à valeur ajoutée**, par exemple des outils d'information objective aidant le client à prendre des décisions d'investissement ou à suivre, modéliser et ajuster son portefeuille, ou
 - la fourniture de **rapports périodiques** sur la performance, les coûts et les frais.

D'autres services peuvent être jugés appropriés pour offrir un avantage tangible au client.

Est également réintroduite, dans le texte de niveau 1, la condition aujourd'hui faite aux PSI par la directive déléguée MiFID 2 de **tenir une liste de toutes les incitations, et de conserver les enregistrements des tests d'incitation effectués**. Le texte clarifie également que certains critères⁵ peuvent être analysés par groupe homogène de clients.

Aussi, parce que ces conditions de fond existaient déjà dans les textes de niveau 2 applicables, le régime pourrait ne pas être substantiellement modifié.

³ MiFID Art. 24a (3), tel qu'amendé par la RIS.

⁴ À l'article 24a 3, 2ème alinéa i) de la Directive déléguée MIF2.

⁵ MiFID Art. 24a (3) tel qu'amendé par la RIS : cf. 3ème § « *For the purposes of points (b) and (c) of the first subparagraph, the assessment to fulfil the criteria shall not necessarily be carried out for each individual client, but shall be carried out for homogenous groups of clients receiving similar benefits.* »



En revanche les nouvelles dispositions suivantes sont ajoutées :

- Les États membres ont la possibilité, dans des cas exceptionnels, de maintenir ou d'introduire une interdiction partielle des commissions de distribution, à la condition que cette interdiction soit justifiée et proportionnée ;
- La Commission précisera dans des futurs textes de niveau 2 les critères de la proportionnalité et de l'avantage tangible du b) ci-dessus.

Les **mandats conférés à l'ESMA sur ce sujet pourraient néanmoins conduire à une lecture exigeante de ces dispositions**. Enfin, et d'une manière générale, on s'attend à une attention accrue des régulateurs sur la bonne application de ces règles pourtant similaires à celles du régime actuel.

2 – La Value for Money

Un sujet majeur de cette réforme résulte de la volonté partagée de la Commission européenne et des colégislateurs de renforcer les obligations de gouvernance des produits en créant l'obligation pour les établissements de mettre en place un dispositif de vérification du rapport coûts-avantages ou '*Value for Money*' (« VfM »).

Cette **nouvelle obligation⁶ d'évaluation de la VfM** consiste, pour le producteur, en :

(i) une **identification** claire et une quantification **de l'ensemble des coûts** et frais liés au produit, ainsi que de sa performance et, le cas échéant, une identification et, dans la mesure du possible, une quantification de ses bénéfices ;

(ii) une **évaluation du rapport coûts-avantages** en déterminant si les coûts identifiés sont justifiés et proportionnés, en tenant compte de la performance, des autres avantages (tels que les caractéristiques qualitatives des produits et des services susceptibles d'influer sur les bénéfices pour les investisseurs), des caractéristiques, des objectifs et du marché cible identifié.

Réciproquement, le distributeur doit également prévoir :

a) une identification claire et une quantification des coûts de distribution du produit ainsi que de tous les autres coûts et frais, y compris les incitations [*commissions de distribution*], qui n'ont pas déjà été pris en compte par le producteur ;

(b) une évaluation de la pertinence du **rapport coûts-avantages**, en déterminant si l'ensemble des coûts et frais, incitations comprises, est justifié et proportionné **en tenant compte de l'évaluation du rapport coût-avantage effectuée par le producteur**.

Cette **évaluation doit être régulièrement revue, documentée et inclure la comparaison** des coûts, frais et performances avec ceux des instruments financiers **appartenant au groupe de référence (ou « *peer group* ») pertinent**.

La comparaison avec le groupe de référence doit porter non seulement sur le total des coûts identifiés mais aussi sur les différentes composantes de ces coûts.

⁶ MiFID Art. 16 (tel qu'amendé par la RIS) 16a(e) et suivants, ci-après « Art. 16a(e) »



L'identification du groupe de référence (*peer-group*) pertinent doit se faire sur la base de critères définis⁷ dans le texte mais qui seront précisés plus avant, notamment s'agissant de leur caractère national ou européen, par un texte de niveau 2⁸.

Ce texte de niveau 2⁹ devra également définir les **critères permettant de déterminer la VfM lorsqu'il n'existe aucun ou très peu d'instruments financiers comparables, et donc qu'aucun groupe de pairs pertinent ne peut être identifié**.

Le distributeur peut se fier à l'évaluation du rapport coût-avantage du producteur, à condition que ce dernier prenne en compte l'ensemble des coûts et frais, incitations comprises, liés à la distribution¹⁰.

Pour les dérivés¹¹, tels que définis à l'article 2, paragraphe 1, point 29, du règlement (UE) n° 600/2014, la comparaison avec le groupe de référence doit porter uniquement sur les coûts et frais, incitations comprises.

L'objectif recherché est donc d'obliger, respectivement, les producteurs et les distributeurs à s'assurer que les coûts du produit, incluant les commissions de distribution, sont justifiés et proportionnés au regard de leurs performances et avantages qualitatifs, sur la base d'une approche dite « duale » :

- en comparant ces coûts/performances/avantages à ceux de produits similaires du « peer grouping »,
- et, pour les produits d'assurance-vie, complété par des benchmarks publics de supervision (européens et/ou nationaux).

L'AFPDB considère que, pour les **produits structurés**, à la différence des fonds, pour lesquels un « peer-grouping » fondé sur les données ex-post est possible, **la VfM ne peut pas s'effectuer avec un « peer group » mais seulement en comparant les performances projetées du produit (forward-looking) à celles d'un benchmark approprié : la meilleure alternative possible pour le client** (i.e. une obligation zéro coupon de même maturité émise par le même émetteur). Pour les **produits de bourse**, **la VfM doit s'évaluer** sur une approche plus simple fondée **sur les coûts uniquement**.

En première lecture, les dispositions VfM de la MiFID telles qu'impactées par la RIS **confirment une approche d'évaluation de la VfM concentrée sur le peer grouping**, sans référence explicite à la nécessité de prendre en compte les spécificités des différentes classes d'actifs **mais** fait néanmoins mention de **situations où le peer grouping ne peut être justifié ou identifié et qui pourraient concerner les produits structurés** :

1. « Lorsque l'autorité compétente conclut que les preuves n'ont pas été fournies ou que la pertinence de groupes de pairs d'instruments financiers n'est pas justifiée »¹²,

2. Le futur texte de niveau 2 qui précisera : « (b) les critères (...) lorsqu'il n'existe aucun ou très peu d'instruments financiers comparables, et donc aucun groupe de pairs pertinent ne peut être identifié »¹³,

⁷ Les critères à prendre en compte pour identifier le groupe de pairs pertinent sont : (a) Période de détention recommandée ; (b) Risque ; (c) Stratégie d'investissement ; (d) Stratégie de distribution ; (e) Objectifs d'investissement ; (f) Marché cible ; (g) Coupon et rendement définis ; (h) Caractéristiques de durabilité ; (i) Gestion active et passive.

⁸ Art 16a §12b (a)

⁹ Art 16a §12b (b)

¹⁰ Art. 16a §2

¹¹ Art. 16a §2b.



En outre, un **considérant**¹⁴ fait référence aux « scénarios de performance prospective » (**forward-looking performance scenarios**) pour l'évaluation de la VfM.

Enfin, le **régime d'évaluation spécifique pour les « dérivés » pourrait effectivement s'appliquer lui aux produits de bourse**, assimilables à des dérivés dans ce contexte et pour lesquels la VfM se ferait sur la l'évaluation des coûts uniquement.

3 - Les tests clients

La proposition initiale de la Commission européenne visait à renforcer les diligences sur le caractère approprié (appropriateness), et le caractère adéquat (suitability) des services et produits aux profils des clients.

Cette proposition comportait également l'ajout d'un « best interest test » consistant à renforcer la qualité des conseils en investissement en privilégiant les produits « les plus simples et les moins coûteux ».

En première lecture, le texte final prévoit que :

- L'**appropriateness test** demeure **inchangé** par rapport au régime actuel.
- Le **Suitability test** est **renforcé** par la prise en compte de la **diversification du portefeuille**¹⁵.
- Le best interest test a été abandonné.

Seul demeure un considérant¹⁶ qui énonce le principe selon lequel le conseil du produit le plus efficace en termes de coût devrait être privilégié¹⁷.

L'ESMA devra publier des guidelines sur la présentation, le format et l'accessibilité des différentes informations à délivrer aux clients de détail en vertu de MiFID.

¹⁴ Cf. considérant 13c

¹⁵ Cf. article 24 tel qu'amendé par la RIS. Sur la base des informations concernant ses avoirs externes sauf si le client le refuse.

¹⁶ Cf. considérant 6 « *Investment firms and insurance undertakings and insurance intermediaries are subject to a general duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of their clients and customers. That duty already requires them to recommend products that would be suitable for the client's or customer's objectives, financial situation, risk profile and preferences, while avoiding the imposition of unnecessary or unjustified costs. Acting in the client's or customer's best interest would include investment firms and insurance undertakings and insurance intermediaries considering the overall costs and charges of available product options and, where several products could appropriately meet the client's or customer's needs, recommending the most cost-efficient option, unless they could demonstrate that a more costly product might provide objectively greater benefits for that specific client or customer.* »

¹⁷ Néanmoins, un considérant ne saurait avoir la même valeur juridique qu'une disposition. De plus, des dispositifs comme la VfM pourraient permettre de justifier le caractère efficace des coûts d'un produit recommandé.

4- AOB : la catégorisation des investisseurs / Alertes sur les produits risqués

(1) Catégorisation des investisseurs

Les critères¹⁸ en matière d'upgrade des clients de détail (non professionnels) en clients professionnels sont ajustés avec l'objectif de les faciliter. Pour pouvoir être requalifié en client professionnel, le client de détail doit satisfaire au moins deux des trois critères suivants :

- Le critère des transactions de taille significative¹⁹ est modifié pour retenir 15 transactions significatives par an au cours des 3 dernières années ou 30 transactions au cours de l'année écoulée ; ou 10 transactions d'un montant d'au moins 30,000 € dans des entreprises non cotées au cours des 5 années écoulées ;
- Le seuil de la taille du portefeuille est réduit à 250 000 €²⁰ ; ou
- Le critère de la compétence²¹ est complété pour ajouter éventuellement les formations du client.

En revanche, il demeure impossible d'informer proactivement les clients de leur éventuelle éligibilité à un reclassement.

(2) Alertes sur les produits risqués

Les informations fournies aux clients au titre de MiFID²² y compris les **communications marketing devront inclure des alertes visibles²³ pour les produits particulièrement risqués**, un concept qui sera **précisé dans un futur texte de niveau 2** et étant précisé qu'il est fait référence aux risques de marché, de crédit et de liquidité.

Par ailleurs, l'alerte sur les pertes de 10%²⁴, aujourd'hui applicable est supprimée.

Les nouvelles dispositions MiFID entreront en application **30 mois après l'entrée en vigueur** du texte.

¹⁸ Cf. Annexe II, section II.1 telle que modifiée par la RIS.

¹⁹ Le texte actuel prévoit pour rappel que le client doit avoir « *réalisé des transactions, d'un montant significatif, sur le marché concerné, à une fréquence moyenne de 10 par trimestre au cours des quatre derniers trimestres* ».

²⁰ En moyenne au cours des trois dernières années, vs. 500 000 actuellement pour l'encours du portefeuille.

²¹ Le texte actuel prévoit que le client doit avoir « *travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an dans un poste professionnel, ce qui nécessite une connaissance des transactions ou services envisagés* ». A noter que cet ajout des formations ne peut se cumuler exclusivement avec le critère de la taille de portefeuille (et donc uniquement avec celui des transactions) et que les avoirs détenus via l'assurance-vie semblent exclus du calcul du seuil de portefeuille de 250 000 €, contrairement aux demandes des associations.

²² Et IDD de manière similaire.

²³ « *prominently* », cf. article 24 MiFID paragraphe 5 tel qu'amendé par la RIS.

²⁴ Cf. article 62 du Règlement MiFID II 2017/565 qui oblige à alerter les clients en cas de baisse de 10% du portefeuille ou de 10% de la valeur d'un instrument financier à effet de levier.

5- PRIIPs

Pour le KID PRIIPs, la proposition de la Commission européenne visait en premier lieu à moderniser leur format pour le rendre plus digital, interactif, personnalisable et créer un outil de comparaison des produits. En termes de contenu, il était initialement prévu d'y ajouter 2 nouvelles sections : (1) un « dashboard », consistant en un résumé du KID lui-même (« *le produit en un clin d'œil* ») et (2) une section ESG reprenant les catégories ESG issues du règlement SFDR.

En première lecture, le texte final prévoit :

Sur le **contenu du KID** :

- L'insertion du *dashboard* (« *le produit en un clin d'œil* ») qui doit contenir les points suivants :
 - o le type de PRIIP,
 - o le SRI
 - o le coût total
 - o la RHP.
- Le contenu de la section ESG sera précisé par le nouveau règlement SFDR.

Sur le **format** du KID :

- il doit être fourni en version électronique, lisible par machine (en cohérence avec le [règlement ESAP](#)) et doit pouvoir être présenté sous un format layering²⁵.

En revanche, les propositions de personnalisation/interactivité des KIDs et de fourniture, par les distributeurs, d'un outil de comparaison des KIDs PRIIPs n'ont pas été retenues. Il est toutefois à noter que, **dans le futur, la Commission doit préparer un rapport²⁶ sur l'opportunité de prévoir un tel outil** et devra estimer sa faisabilité, ses coûts, et ses bénéfices attendus.

Des RTS sont attendus sur ces modifications, ainsi que sur la **présentation des performances** qui pourrait désormais intégrer les informations passées pour les produits pour lesquels cela est pertinent (i.e. **les fonds et non pas les produits structurés**)²⁷.

Les nouvelles dispositions PRIIPs entreront en application **30 mois après l'entrée en vigueur** du texte (sauf celles relatives aux clarifications relatives au champ d'application, pour lesquels la date d'entrée en application sera la date d'entrée en vigueur).

²⁵ Cf. art. 14 tel qu'amendé par la RIS.

²⁶ D'ici le 31/12/2030 et après l'implémentation des KIDs PRIIPs dans ESAP.

²⁷ Cf. considérant (4a) « *In order to strengthen the comprehensibility and meaningfulness of the information on performance, the ESAs should allow for more flexibility in their draft regulatory technical standards on the nature of the information to be provided in the performance section of the key information document. The key information document should include information on forward-looking performance scenarios based on realistic data and plausible assumptions, as well as information on past performance where it provides meaningful information.* »