

December 5, 2018

Re : Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID – **Question 7 (mainly)**

Most objections to the performance scenarios are in our opinion clearly laid out in the document.

PrimeRadiant believes most of the shortcomings will be alleviated by slightly modifying the “risk neutral” method, and changing the return of the underlying asset to “risk free + other factor”.

The simplest way of doing this is using the notion of risk premium, for which there has been abundant literature, and which is well understood by the practitioners.

A certain number of asset classes can be ascribed such a risk premium, the risk-free return being sufficiently well defined.

Two of the issues remaining are :

- 1 quantifying these risk premiums for different types of assets
- 2 having these factors widely used by the PRIIP producing/distributing parties in order to have a perfectly level playing field.

The exact quantification can not be achieved, but the notion of exactness is somewhat irrelevant compared to the wild swings of 5 year (or even 10 year) returns. The fact that these numbers should be widely used probably requires them to be established by law with the help of the ESAs on a periodic basis (3 to 5 years for example).

Of course, one could object that there are many different “asset classes”, and that establishing therefore a risk premium for each of them is a delicate issue, the outcome of which some players could be lobbying for. In practice we believe almost any non-structured asset can be linked to one or a combination of about 30 asset classes. The problem therefore seems tractable.

Regarding questions other than question 7, we do not believe much change is required and that proper numbers go a long way in explaining things to an ordinary investor (besides, it is to be noted that volatility of assets is essentially linked to the variation of its risk premium, giving a perfect justification for the 90 – 50 – 10 scenarios based on volatility and risk premium).

Finally, we believe the 99% quantile for the first year in the stressed scenario is not informative due to its very improbable outcome.

Kindly find in annex a note we had sent the Autorité des Marchés Financiers last september.

PrimeRadiant is a Fintech orientated towards digital help in the individualisation of private financial assets' management.

Proposition d'addition et de simplification de la réglementation PRIIPS pour les MOPs**I – les scénarios****Introduction**

Les réglementations actuelles comportent deux éléments qui servent parfaitement de support au développement ci-dessous :

1. Une méthode de calcul pour déterminer les scénarios (PRIIPS)
2. L'obligation de conseil (profilage) avec notamment la suitability et l'adequacy (MIFID 2).

En tenant compte des deux, on peut – au moins dans le cadre de l'assurance-vie en France - arriver à un résultat à la fois naturel pour les producteurs de PRIIPS (ie cohérent avec leurs méthodes historiques) et qui satisfait l'exigence d'information simple et relativement complète pour l'investisseur sur les coûts et ce qu'il peut attendre même dans le cas d'un MOP. Nous ne traitons dans cette première note que la question des scénarios. Les autres sujets (coûts, risque) seront traités en homogénéité dans des notes ultérieures.

La réglementation PRIIPS souffre en effet en l'état actuel de deux faiblesses :

1. La nécessité d'utiliser les rendements historiques dont les moyennes sont éminemment variables même sur des périodes apparemment longues de 5 ans.
2. Le fait que dans les MOPs les sous-jacents ont généralement des caractéristiques de rendement/risque d'un spectre très large, et qu'ils sont nombreux et non-déterminés à l'avance.

Quelques principes acceptés par la communauté financière et académique

C'est en se référant à ces principes que l'on peut stabiliser l'information pour l'investisseur et augmenter sa qualité de façon relativement objective :

1. Les marchés sont parfaits (à différents degrés) et difficiles à battre durablement.
2. La performance passée n'est pas un bon prédicteur de la performance future.
3. La performance des actifs financiers liquides vient de leur prime de risque spécifique et de la variation de celle-ci. C'est évidemment cette dernière qui fait la part la plus importante de la performance sur des périodes de l'ordre de 5 ans, mais elle est imprévisible.
4. La prime de risque est structurelle et le reflet essentiellement de la volatilité et éventuellement du risque de liquidité (pour le crédit notamment) des actifs considérés.
5. Deux actifs de la même "classe" sont susceptibles d'avoir des performances plus proches que deux actifs de classes différentes, car assujettis à plus de facteurs communs.
6. La rentabilité à long terme des classes d'actifs de taux est en lecture quasi-directe pour tout prestataire qualifié du secteur de l'épargne (ne pas oublier de tenir compte du "roll-

down”, ni du coût des défauts). La prime de risque des marchés d’actions est de 2,5 à 4% par rapport au taux long sans risque de référence selon les diverses études académiques faites de longue date sur ce sujet.

Il est donc possible de créer pour chaque classe d’actifs un rendement attendu de long terme. Quand il s’agit de pools d’actifs – comme des fonds d’investissement, cet exercice peut être plus ou moins délicat en fonction de leur diversification et de la stabilité de leur allocation d’actifs. De plus, concernant les hedge funds, cela devient d’autant plus difficile que la gestion peut comporter une partie importante de ventes sèches. Cette difficulté est l’une de celles à laquelle est confrontée notre proposition pour le calcul de scénarios standards, mais nous verrons qu’elle n’est pas rhédoire, tout en permettant des approximations simplificatrices.

Méthode proposée

Le cas le plus simple consiste à examiner le cas d’un MOP de type 2, comme un contrat d’assurance-vie multi-supports classique français. Les opérations relativement basiques qui seraient demandées au producteur/distributeur sont les suivantes :

1. Classer l’ensemble des UCs en groupes (classe d’actifs ou plus exactement étiquette commerciale). Le producteur sera libre de constituer ses propres classifications, ou d’utiliser les nombreuses alternatives sur le marché (Morningstar, Quantalys, EFAMA, Europerformance etc...).
2. Avoir pour chaque profil de risque client (Prudent, Equilibré etc...) une allocation d’actifs type conseillée qui utilise ces étiquettes. Ceci est de toutes manières presque obligatoire dans le cadre de la DDA, et correspond à l’historique de commercialisation de ces produits.
3. Attribuer à chaque étiquette une performance annuelle attendue de long terme. Celle-ci est basée sur les principes décrits précédemment, doit être documentée, et l’ensemble disponible pour contrôle par le RCCI et les autorités.
4. Calculer simplement pour chaque étiquette les performances passées (2 ou 5 ans, même norme que PRIIPS actuel) = moyenne ou médiane sur chaque période de temps élémentaire de la perf des fonds inclus dans l’étiquette.
5. Redresser ces performances d’étiquettes sur chaque période élémentaire pour que leur moyenne (en log) soit égale à leur performance attendue de long terme (méthode similaire à RTS PRIIPS “rendement neutre”).
6. Avec ces séries temporelles, créer la série temporelle composite de chaque allocation d’actifs type (avec rebalancement), qui permet le calcul des différents paramètres pour la formule de Cornish-Fisher ou bien le boot-strapping tel que décrit dans les RTS et leurs avatars.

Illustration par un exemple

La liste des fonds de l’assureur XYZ est jointe en annexe. Tous ces fonds ont été classés en étiquettes, et 4 portefeuilles types conseillés pour 4 profils servant de référence :

Etiquettes		Allocations d'actifs types			
		Prudent	Equilibré	Dynamique	Audace
Trésorerie & Euro		35%	20%	0%	0%
Fonds Euro		35%	20%		
Trésorerie Euro					
Actions		10%	35%	65%	85%
Actions Europe					
Actions Europe - SMids				10.0%	15.0%
Actions Zone Euro		10.0%	10.0%	20.0%	25.0%
Actions France					
Actions France - SMids					
Actions Amérique du Nord				15.0%	20.0%
Actions Internationales			10.0%		
Actions Immobilier			5.0%	5.0%	5.0%
Actions Tech & Multimédias			5.0%	5.0%	5.0%
Actions Energie					
Actions Mat. Premières					
Actions Or & Métaux Précieux					
Actions Emergents			5.0%	5.0%	5.0%
Actions Chine					
Actions Asie ex-Japon					
Actions Japon				5.0%	10.0%
Univers Taux et Diversifiés		50%	40%	30%	15%
Perf. Absolue - multi-stratégies		5.0%	5.0%		
Long/Short actions		5.0%			
Diversifiés Int. - taux					
Diversifiés Euro - taux		10.0%			
Obl. Convertibles Euro					
Obl. Convertibles Int.					
Obl. Internationales					
Obl. Int. couvertes EUR		10.0%	15.0%	10.0%	
Obl. Haut Rendmt EUR		10.0%	10.0%	5.0%	10.0%
Obl. Emergents				5.0%	5.0%
Obl. Euro - court terme					
Obl. Euro - emprunts privés					
Obl. Euro - Etat		10.0%	10.0%	10.0%	
Trésorerie USD					
Immobilier Physique		5%	5%	5%	
OPCI		5.0%	5.0%	5.0%	
		100%	100%	100%	100%

Les rendements attendus sont évalués suivant le principe du calcul direct pour les obligations ou de la prime de risque pour les actions (obligations d'Etat euro, actions US, actions zone euro, Crédit high yield euro etc...).

Une part de latitude peut être laissée au producteur pour ajouter aux étiquettes plus risquées (mid-caps, émergents etc...) un delta de rentabilité supplémentaire (max 1%, à documenter RCCI. Par exemple, il faut le justifier pour les mid-caps alors que leurs indices ont souvent une volatilité inférieure aux indices de large caps en Europe). D'autres considérations pourront être prises en compte (taux longs artificiellement bas du fait des achats de banques centrales etc... pour des ajustements marginaux de prime de risque à documenter par le producteur qui fait ce choix).

Les rendements attendus des étiquettes composites (diversifiés, hedge funds) se situent entre ceux des étiquettes pures. La justification est relativement simple (par ex : 90 % obligations – 10 % actions pour les diversifiés “prudents”). On pourra objecter que pour ces étiquettes hybrides, le calcul est approximatif, mais l’impact de “l’erreur” qui peut être faite sur ces étiquettes sur la rentabilité totale est faible. Quoi qu’il en soit, le résultat est beaucoup plus acceptable que d’utiliser les chiffres historiques sur 5 ans ou simplement une description générale du MOP.

Enfin, les organismes de règlementation pourraient se prononcer pour éventuellement laisser une part de valeur ajoutée à la sélection de fonds (par ex 0,5%, qui viendrait s’ajouter au rendement des étiquettes). Cette addition de valeur est normalement réalisable pour des sélectionneurs de fonds professionnels sur beaucoup de classes d’actifs en dehors des actions et obligations américaines.

Les chiffres de rendement attendu pourraient donc aujourd’hui ressembler à ceci chez le producteur cité dans notre exemple:

Etiquettes	Rendement attendu
Trésorerie & Euro	
Fonds Euro	1.5%
Trésorerie Euro	0.1%
Actions	
Actions Europe	4.5%
Actions Europe - SMids	5.5%
Actions Zone Euro	4.5%
Actions France	4.5%
Actions France - SMids	5.5%
Actions Amérique du Nord	6.5%
Actions Internationales	5.5%
Actions Immobilier	4.5%
Actions Tech & Multimédias	5.5%
Actions Energie	5.5%
Actions Mat. Premières	6.5%
Actions Or & Métaux Précieux	6.5%
Actions Emergents	6.5%
Actions Chine	6.5%
Actions Asie ex-Japon	6.5%
Actions Japon	4.0%

Etiquettes	Rendement attendu
Univers Taux et Diversifiés	
Perf. Absolue - multi-stratégies	2.5%
Long/Short actions	2.0%
Diversifiés Int. - taux	1.0%
Diversifiés Euro - taux	1.0%
Obl. Convertibles Euro	3.5%
Obl. Convertibles Int.	4.0%
Obl. Internationales	2.5%
Obl. Int. couvertes EUR	1.0%
Obl. Haut Rendmt EUR	4.0%
Obl. Emergents	5.0%
Obl. Euro - court terme	0.5%
Obl. Euro - emprunts privés	1.7%
Obl. Euro - Etat	1.0%
Trésorerie USD	2.0%

Toute cette analyse demandée au producteur a un autre avantage : celui de remettre la réflexion stratégique financière au cœur de la démarche d’offre de produits d’épargne, qui semble parfois y manquer.

Le cas particulier du scénario stressé

Le scénario stressé montre des chiffres particulièrement négatifs, comme illustré dans l’exemple des ESA flow diagrams (- 65% sur un an, - 70% sur 5 ans). Ce n’est certes pas notre rôle, mais il est difficile de comprendre l’intérêt pour la protection du public d’afficher une configuration qui pourrait “théoriquement” arriver une fois sur 100, ne s’est pas produite en 2008 (et même loin de là).

Ces chiffres très bas sont la conséquence de 3 composantes. Par ordre d’importance :

- Le choix des quantiles illustrés (centile à 99% pour RHP de un an, centile à 95% pour une RHP plus longue)
- La poussée de la volatilité aux niveaux de “crise” pour toute la RHP
- L’utilisation du “rendement neutre”

L’utilisation du rendement neutre qui n’est “neutre” que parce que c’est une dénomination mathématique issue des théories d’arbitrage, crée une incohérence interne à la démarche des scénarios. Pourquoi celui-là (en dehors de sa dénomination) ? Il est possible qu’en compensation d’un choix parfois trop avantageux sur les performances historiques moyennes à utiliser sur les autres scénarios, le régulateur ait eu l’idée d’une compensation “prudente” sur un scénario “plus cadré”. On peut en comprendre l’esprit, mais cela ne semble apporter que de la confusion et au client souscripteur novice et à son interlocuteur.

Il n’y a que très peu de choses à changer pour rendre l’ensemble à la fois cohérent (on parle ici du cas général, pas uniquement des MOPs) : utiliser une formule quasiment identique à celle proposée, mais en intégrant le rendement attendu à long terme :

$$\text{ScenarioStressNouveau} = \text{ScenarioStressPriips} * \exp(\text{RendementAttendu} * N)$$

Cette formule est la même que celle du scénario négatif, mais avec un quantile plus bas et une volatilité de crise. Les chiffres resteront très négatifs (mais un peu moins sur longue période), mais auront au moins le mérite de la cohérence. Ceci correspond bien au fait que les variations de la prime de risque sont les principaux facteurs de mouvement des marchés, mais que la prime de risque elle-même n’est pas pour autant sans effet sur longue période. A noter que l’utilisation des performances historiques pourrait rendre le scénario stressé encore pire après une mauvaise période pour les marchés !

L’utilisation d’une volatilité de crise peut à notre sens aussi être rendue plus cohérente. En effet, il est concevable d’utiliser une volatilité de crise calibrée sur 8 semaines pour modéliser un scénario stressé pour une RHP de 1 an ou moins; mais il semble peu réaliste d’utiliser une période de 16 semaines pour une RHP de 5 ou 8 ans ou plus. Nous proposons que les périodes de calibrage de volatilité stressée soient proportionnelle à la durée des RHP pour les périodes de plus de 1 an. La volatilité ayant un comportement extrêmement “piqué” (confirmé par la volatilité implicite), çàd qu’elle peut atteindre des niveaux très élevés pendant relativement peu de temps (ie les semaines de pic sont connexes), il est important de prendre des périodes nettement plus longues quand les RHP s’allongent. Il semble qu’il y ait une non prise en compte du phénomène d’autocorrelation de la volatilité dans le texte règlementaire, avec du coup une hétérogénéité forte entre les résultats en fonction de la périodicité des données travaillées. Nous proposons :

- 42 jours, 8 semaines, ou 6 mois pour des RHPs de 1 an et moins,
- ensuite un quart de la durée de la RHP (avec au moins 12 mois en cas de données mensuelles), soit :
 - o 131 jours, 26 semaines ou 12 mois pour 2 ans
 - o 197 jours, 39 semaines ou 12 mois pour 3 ans
 - o etc...

A titre d’exemple, avec ces deux modifications, le stress scénario pour un PRIIP orienté sur les actions européennes avec une RHP de 8 ans, serait une perte de 74% avec la règle actuelle, et une perte de 50% avec la règle modifiée. S’il était orienté sur les actions américaines (non couvertes), ces chiffres



seraient respectivement de 68 et 36% environ. Si de plus on remontait au niveau du centile à 90% (comme pour le scénario négatif), la perte serait de 23% (nous ne suggérons pas ce changement).

On voit bien que la règle modifiée reste quand même très frappante pour un investisseur novice, mais elle l'est d'autant plus qu'elle est plus réaliste.

Enfin, nous mentionnons les **quantiles utilisés**. Concernant les RHP de moins de 1 an, le quantile à 99% nous semble surprenant, compte tenu du fait qu'il n'apparaît dans aucune autre réglementation ni usage chez les professionnels, et qu'on peut se demander si on apprend vraiment quelque chose d'utilisable à un client novice en lui exposant un chiffre dont on estime la probabilité à 1%.