

COMMISSION DES ASSURANCES
DOC-C-2011-9

Bruxelles, 22 novembre 2011

Avis

sur la consultation de la FSMA concernant l'instauration d'un cadre réglementaire pour la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail

I. INTRODUCTION

Par lettre du 17 août 2011, le Président de la FSMA a communiqué à la Présidente de la Commission des Assurances la note de consultation¹ portant sur l'instauration d'un cadre réglementaire pour la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail. Il a précisé que la période de consultation courait jusqu'au 15 octobre 2011 et que cette consultation constituait la deuxième phase du processus visant à réduire la complexité et à accroître la transparence des marchés.

La note de consultation a été transmise aux membres de la Commission. Plus de trois membres ont demandé que la Commission rende un avis d'initiative sur cette consultation. Conformément à l'article 3 du règlement d'ordre intérieur de la Commission des Assurances, la Présidente a dès lors décidé d'inscrire la discussion de la note de consultation à l'ordre du jour de la Commission.

II. DISCUSSION

La Commission fait observer qu'elle disposait de peu de temps pour rendre un avis dans le délai imparti par la FSMA dans le cadre de la consultation.

Un avis de la Commission n'a de valeur ajoutée que s'il a pu faire l'objet d'une concertation et qu'il traduit ainsi les discussions menées au sein de la Commission.

La Commission ayant manqué de temps pour procéder de la sorte, le présent avis se limite à reproduire les observations générales qui ont été formulées au cours de l'unique réunion dont les débats ont porté sur la consultation de la FSMA, et à énumérer les réponses fournies par les différentes délégations aux questions posées dans la note de consultation.

A. Observations générales

La Commission renvoie aux travaux menés au niveau européen dans le contexte de la directive PRIP's (packaged retail investment products) et de la directive IMD (Insurance

¹ La note de consultation est disponible sur le site web de la FSMA (www.fsma.be), à la rubrique 'Consultations'.

Mediation Directive), en cours d'élaboration, qui auront toutes deux une incidence sur la manière dont les produits financiers sont commercialisés.

En application des articles 9 des règlements 1093/2010, 1094/2010 et 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010, l'EBA, l'EIOPA et l'ESMA pourront en outre, dans le cadre de leur mission de protection des consommateurs, élaborer des règles pour les produits structurés complexes.

Au niveau belge, un certain nombre de mesures ont déjà été prises pour les produits d'assurance. L'on peut à cet égard citer le code de bonne conduite à respecter en matière de publicité et d'information sur les assurances-vie individuelles, ainsi que les fiches d'information qui, pour les différents produits d'assurance, doivent être mises à la disposition du futur client avant la vente du produit.

Diverses délégations se demandent s'il est opportun d'arrêter d'ores et déjà des mesures légales en Belgique, alors que les instances européennes s'emploient de leur côté à élaborer des règles.

Les représentants des consommateurs font observer qu'il faudra probablement encore de nombreuses années pour que des mesures concrètes soient adoptées au niveau européen, puis transposées en droit belge. Les travaux portant sur les PRIPs et la nouvelle directive en matière d'intermédiation n'en sont qu'à leurs débuts, tandis que les travaux concernant Solvency II requièrent encore toute l'attention.

Or, la protection des consommateurs exige que les conséquences de la crise financière et la prévention de certaines pratiques, visées dans le moratoire, soient suivies et appréhendées dès à présent. Les produits structurés qui sont émis sous la forme d'une assurance-vie de la branche 23 et les acteurs financiers qui les commercialisent, doivent en tout cas tomber dans le champ d'application de la réglementation à édicter. Ces représentants sont également partisans de règles légales dont le respect peut être imposé et le non-respect sanctionné par l'autorité de contrôle. Des recommandations internes adoptées par le secteur ne répondent pas à ces exigences.

Les représentants des entreprises d'assurances soulignent que, même si les assurances de la branche 23 présentent une légère similitude avec certains produits bancaires, un produit d'assurance conserve sa propre spécificité. Cette spécificité est d'ailleurs reconnue au niveau européen, comme en témoigne le fait que la réglementation relative aux produits bancaires et celle relative aux produits d'assurances ne sont pas identiques. C'est la raison pour laquelle ces représentants estiment que le cadre réglementaire régissant la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail doit tenir compte de la spécificité des produits d'assurance.

Les représentants des entreprises d'assurances estiment qu'une information et une communication transparentes vis-à-vis des clients constituent le meilleur moyen de parer à la complexité.

Sur le plan des exigences de transparence, ces représentants se réfèrent au 'code de bonne conduite relatif à la publicité et à l'information sur les assurances-vie individuelles' comme

étant une bonne pratique. La “fiche info financière” prévue par ce code de bonne conduite contient en effet tous les renseignements dont doit disposer le consommateur à propos d’un produit d’assurance pour pouvoir prendre une décision d’investissement en connaissance de cause. Le code de bonne conduite constitue également un bon point de départ pour arrêter des exigences supplémentaires en matière de publicité.

Les représentants des entreprises d’assurances estiment qu’il n’est en fait pas nécessaire d’imposer des limites concernant les valeurs sous-jacentes et les stratégies d’investissement si des informations suffisantes sur le produit sont mises à la disposition du client. Ils demandent que, si le nombre de mécanismes inclus dans la formule de calcul utilisée pour déterminer le rendement doit être limité, les mécanismes favorables au client ne soient pas pris en compte et que la limitation ne s’applique pas aux produits assortis d’une protection de capital.

Ces représentants pensent que la complexité d’un produit pour le client n’a rien à voir avec le degré de risque du produit. L’exigence de diversification des actifs, telle que proposée dans la note de consultation, n’est pas davantage pertinente pour juger de la complexité d’un produit. C’est la raison pour laquelle ils estiment que le futur règlement ne peut contenir des dispositions qui établissent un lien entre complexité et risque. Des exigences sur le plan des règles de répartition des actifs ne devraient pas non plus figurer dans le règlement.

Ces représentants sont néanmoins partisans de l’utilisation d’une méthode uniforme pour la classification des risques de produits structurés et ils proposent d’utiliser, à cet effet, la classification des risques qui s’applique depuis le 1^{er} juillet 2011 aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ci-après “OPCVM”)².

Si, à l’avenir, une assurance structurée de la branche 23 est développée sans satisfaire aux exigences du futur règlement, ces représentants demandent qu’il soit quand même possible de commercialiser ce produit à condition d’y apposer un label. Ce label devra attirer l’attention de l’investisseur sur le fait que le produit est complexe et souligner l’importance de s’informer suffisamment avant de prendre une décision d’investissement.

Les *représentants des consommateurs* estiment que l’initiative de la FSMA poursuit un objectif utile et qu’elle permettra aux investisseurs d’opérer des choix plus avisés lorsqu’ils souhaiteront effectuer un placement dans des produits structurés particulièrement complexes offerts sur le marché.

L’importance de cette protection, dans la réalité quotidienne, ne peut toutefois être surestimée. Une poignée seulement de citoyens sont suffisamment intéressés par et/ou familiarisés avec

² Règlement n° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l’investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l’investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d’un site web.

les produits et marchés financiers pour pouvoir se forger eux-mêmes une opinion sur la solidité, le risque et le rendement. Ces représentants attirent également l'attention sur le fait que publier une information n'est pas suffisant pour assurer une protection adéquate de l'investisseur de détail. Il faut encore que cette information soit présentée de telle manière qu'elle soit lue, qu'elle puisse être comprise par le public cible et que celui-ci puisse en tirer les conclusions adéquates avant de prendre sa décision d'investir. L'on peut douter qu'une amélioration de la transparence puisse à elle seule y parvenir. D'un autre côté, ces citoyens doivent eux aussi pouvoir investir en toute sécurité d'une manière simple, sans devoir d'abord comprendre entièrement les produits. Ces représentants estiment qu'une amélioration de la transparence a du sens, mais qu'elle répond insuffisamment aux attentes et besoins de l'investisseur moyen. C'est la raison pour laquelle il est également utile de limiter, comme proposé par la FSMA, la complexité exagérée de certains produits structurés. Outre l'accroissement de la transparence, il conviendrait dès lors de poursuivre un deuxième objectif, à savoir améliorer, par voie de standardisation, le profil de risque, la structure des coûts et la comparabilité mutuelle des produits.

Ces représentants demandent que le champ d'application de la consultation (et, partant, celui de la future réglementation) soit étendu à tous les produits d'investissement couramment proposés qui ne sont pas transparents et qui présentent des risques.

Ils font observer que l'aversion pour le risque dont fait preuve l'investisseur moyen est, dans la pratique, sous-estimée. Peu d'investisseurs seulement sont disposés à accepter des pertes substantielles. Il est particulièrement difficile, pour l'investisseur ordinaire, de choisir le produit qui lui convient. Il incombe à la FSMA et, si nécessaire, au législateur, de guider ce choix en permettant l'appréciation et la comparabilité des produits d'une manière didactique et simple. La plus grande transparence possible en matière de frais, de rendement et de sécurité doit être garantie, de façon à ce que l'investisseur de détail soit orienté vers les produits de placement les plus appropriés et les plus sûrs. Une standardisation poussée des produits commercialisés pour le grand public des investisseurs constitue, à cet effet, une pratique recommandable. Les produits d'investissement qui ne tombent pas dans le champ d'application du moratoire ou dont la transparence ne peut pas être suffisamment réalisée, ne devraient pas, selon les représentants des consommateurs, pouvoir être commercialisés auprès des investisseurs non expérimentés et devraient être assortis d'un label à titre d'avertissement.

Les représentants des intermédiaires d'assurances se réfèrent aux principes appliqués par la FSMA dans le cadre du moratoire sur les produits structurés particulièrement complexes. L'engagement à prendre par les intermédiaires est limité, en ce sens que ces derniers ne commercialisent, pendant la durée du moratoire, que des produits structurés qui sont émis ou commercialisés par des établissements ayant adhéré au moratoire.

Ces représentants demandent que la FSMA suive le même raisonnement lors de l'élaboration du règlement. Ce sont en effet les entreprises qui offrent des produits structurés (telles que les entreprises d'assurances, les entreprises d'investissement) qui doivent être tenues responsables de la mise sur le marché de ces produits.

Ces représentants évoquent également les mesures précitées qui ont déjà été prises pour les produits d'assurance, à savoir le code de bonne conduite relatif à la publicité et à l'information sur les assurances-vie individuelles et les fiches d'information sectorielles que les intermédiaires utilisent pour respecter leur devoir d'information, qui leur impose d'effectuer une analyse des besoins et souhaits du consommateur et de veiller à ce que les produits choisis et vendus répondent à ces besoins et souhaits.

Ces représentants signalent que le secteur des assurances s'emploie à actualiser les fiches d'information sectorielles. Pour certaines catégories d'assurances-vie, l'objectif est d'améliorer l'établissement du profil du consommateur.

En ce qui concerne le code de bonne conduite, ces représentants sont favorables à la prise de mesures, y compris une transparence accrue, qui contribuent à assurer une protection efficace du consommateur. Ils demandent toutefois que soit appliqué le principe du *level playing field*, qui préconise des conditions égales pour tous les acteurs sur le marché des assurances, de manière à ce que toute distorsion de concurrence soit exclue.

Les plaintes dont est saisi l'Ombudsman des assurances révèlent un accroissement de réclamations concernant les produits financiers complexes, qui ne sont pas nécessairement des produits structurés. Les problèmes résultent notamment du manque d'univocité de certaines notions utilisées pour ces produits, telles que la notion de "protection de capital" et de "garantie de capital", et de l'insuffisance d'informations fournies, lors de la souscription du produit, sur la valeur de rachat et le mécanisme fiscal appliqué en cas de rachat. Certaines plaintes portent sur la distribution de produits étrangers en Belgique par ce que l'on appelle des "dealers". Ces "dealers" établissent une fiche technique sur le produit, ou modifient la fiche technique qui a été établie par l'assureur. Ces "dealers" n'entrent toutefois pas eux-mêmes en contact avec les clients et ne tombent pas sous le contrôle de la FSMA. La question se pose de savoir s'il ne serait pas indiqué que ces intermédiaires soient eux aussi soumis à un contrôle.

Enfin, la Commission souligne que le SPF Economie a également un rôle à jouer dans la protection des consommateurs et que sa tâche commence dès qu'un produit déterminé est mis sur le marché. Si un produit passe avec succès le test du moratoire ou, dans une phase ultérieure, celui du règlement de la FSMA, le SPF Economie reste compétent, en vertu de la loi du 6 avril 2010 relative aux pratiques du marché et à la protection du consommateur, lorsque le produit est mis sur le marché. La législation doit, à cet égard, être claire. Le terme "produits" est utilisé dans la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, ainsi que dans la loi du 6 avril 2010 relative aux pratiques du marché et à la protection du consommateur. Il faudra veiller à ce que la terminologie du règlement de la FSMA soit alignée sur celle de ces lois, de manière à ce qu'il ne puisse y avoir aucune discussion sur l'applicabilité des différentes règles.

B. Réponses aux questions posées dans la note de consultation de la FSMA³.

³ La note de consultation est disponible sur le site web de la FSMA (www.fsma.be), à la rubrique 'Consultations'.

1. Objectifs du règlement

Question n° 1 : Que pensez-vous des objectifs du règlement ? Plus précisément :

- Considérez-vous que tous les produits structurés sont trop complexes pour pouvoir être commercialisés auprès des investisseurs de détail, ou acceptez-vous un élément de complexité jusqu'à un certain niveau et à certaines conditions, notamment en matière de transparence ?*
- Pensez-vous qu'il conviendrait de prévoir un régime spécifique pour les produits structurés assortis d'une protection de capital et estimez-vous qu'une complexité plus importante est acceptable pour ce type de produits ?*
- Le risque peut-il constituer un point de départ pour l'encadrement de la commercialisation de produits structurés ? Si oui, quelle distinction pourrait-on opérer à cet égard ? Y a-t-il des risques que vous estimez trop élevés pour l'investisseur de détail ?*
- Etendriez-vous l'application du règlement à des produits qui ne sont pas structurés, mais qui sont soit risqués, soit complexes ?*

Réponse des représentants des consommateurs.

- Voir A. Observations générales.
- Un régime spécifique pour les produits assortis d'une protection de capital doit en effet être élaboré, en concertation avec les représentants des consommateurs. Ces derniers estiment que la complexité de ces produits doit rester limitée.
Une information précise doit être fournie sur la protection du capital, qui est un élément important de la décision de l'investisseur. L'exposition à un risque de crédit découlant d'un tel produit doit faire partie de l'information fournie à l'investisseur. Ce n'est que moyennant une traçabilité adéquate permettant d'identifier clairement ce risque que l'investisseur sera en mesure d'apprécier son exposition totale vis-à-vis des institutions qui garantissent son investissement. Il se peut, par exemple, que l'investisseur soit déjà fort exposé vis-à-vis du secteur bancaire sur lequel repose la garantie d'un produit structuré, ce produit serait donc contre indiqué pour cet investisseur. Cette information est d'autant plus importante que les taux d'intérêts sont bas car l'émetteur aura tendance à rechercher des placements à haut taux d'intérêt – donc plus risqués – permettant de dégager une marge suffisante pour la partie structurée du produit et pour la rémunération des différents intervenants dans l'assemblage et la distribution du produit structuré.
- Par ailleurs, lorsqu'un produit d'investissement pour le grand public actionne un levier psychologique important comme une apparente absence de risque, il faut veiller à ce

que les autres aspects importants et moins favorables soient également mis en avant. L'information contenue dans toute communication à caractère promotionnel ou dans tout dialogue entre l'intermédiaire et son client potentiel doit refléter de manière équilibrée les avantages et inconvénients attachés aux produits proposés. L'information ou la publicité doivent être équilibrés, faute de quoi l'information perçue par les clients potentiels est biaisée. C'est un aspect dont il faudrait tenir compte dans l'appréciation du matériel publicitaire élaboré par l'émetteur ou le distributeur, qu'il s'agisse d'un produit structuré ou d'un autre instrument financier.

- Le point de départ de l'encadrement ne peut pas être le seul risque ou la seule complexité d'un produit. Les deux sont à prendre en compte. Le risque est un élément important qui doit être pris en compte au stade de l'élaboration du produit destiné à un public déterminé, dans l'information qui doit être disponible, dans la publicité, de même qu'au niveau de la recommandation faite par un intermédiaire.

La complexité ne peut être ignorée. Si le choix du produit de placement incombe à l'investisseur ou si le produit de placement nécessite un suivi après son émission, l'investisseur particulier doit pouvoir comprendre la nature du produit, son fonctionnement et ses risques. De deux choses l'une : soit l'intermédiaire est seul responsable de l'adéquation du produit structuré au profil détaillé de son client et, si nécessaire, du suivi du produit, soit le produit doit être suffisamment transparent pour que le public ciblé puisse comprendre ce produit, ses risques et ses probabilités de rendement.

Les autorités doivent partir du point de vue que l'investisseur ordinaire est réticent aux risques pour les placements de son patrimoine privé. En se basant sur le profil de "bon père de famille", les autorités doivent œuvrer pour un marché solide, composé de produits de placement sûrs, vers lesquels ces investisseurs peuvent être orientés. L'accès aux produits d'investissement complexes ou risqués et l'obtention de conseils à leur sujet devraient être réservés aux investisseurs qui sont en mesure d'évaluer correctement ces produits. Ces produits devraient en outre se voir apposer un label "déconseillé à l'investisseur moyen".

- Ces représentants doutent que ce soit le rôle des autorités d'encadrer cette catégorie de produits à l'intention des investisseurs. Les autorités doivent certes imposer aux établissements financiers et aux entreprises d'assurances l'obligation de fournir des informations correctes et transparentes sur ces produits complexes et risqués, mais cela s'inscrit dans le cadre d'un contrôle plus large du comportement des établissements financiers et ne semble pas être une mesure visant à protéger les consommateurs au sens habituel du terme. Il devrait être de règle que les produits d'investissement commercialisés soient transparents et qu'ils puissent être évalués par le public cible, y compris ceux qui n'ont pas de connaissances financières poussées.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

- Pour ces représentants, ce qu'il y a lieu d'entendre par "produits structurés" n'est pas clair (cf. infra). Les produits complexes sont acceptables à condition d'être présentés d'une manière suffisamment transparente pour permettre au client de comprendre parfaitement ce qu'il achète. L'instauration du code de bonne conduite précité dans le secteur des assurances constituait déjà une première étape importante sur la voie de la transparence des produits. Le code de bonne conduite est suffisamment ancré dans les mœurs pour pouvoir être affiné et mis en œuvre facilement, sous une forme adaptée, dans la pratique quotidienne du secteur des assurances. Ce code constitue par conséquent un instrument extrêmement approprié pour servir de fil conducteur lors de la commercialisation des produits d'assurance visés.
- La protection du capital est l'un des facteurs possibles de complexité et doit donc faire partie de toute mesure visant à assurer la transparence du produit pour le consommateur. Dans ce sens, la question de savoir si davantage de complexité est acceptable pour ce type de produits, n'est pas pertinente. Une complexité inutile doit s'effacer au profit de la plus grande transparence possible.
- Pour ces représentants, le risque ne constitue pas un bon point de départ. Il est important que l'investisseur de détail bénéficie d'une transparence suffisante pour être bien informé sur son investissement. S'il souhaite prendre des risques, cela doit être possible, à condition qu'il dispose des informations nécessaires pour évaluer correctement ces risques.
- Pour cette question aussi, ces représentants renvoient au code de bonne conduite qui vise déjà, dans une large mesure, la transparence des produits d'assurance-vie.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

- Ces représentants estiment que tous les produits structurés ne sont pas, par définition, complexes ou plus complexes que d'autres produits financiers.
- Ils considèrent qu'un certain degré de complexité est acceptable, à condition qu'une information suffisamment transparente soit fournie sur le produit. Un produit peut, en effet, comporter un degré de complexité plus élevé pour pouvoir offrir au client un certain avantage ou pour le protéger d'un préjudice possible. Le futur cadre réglementaire devrait, pour cette raison, prévoir un régime spécifique pour les produits assortis d'une protection de capital. Ce régime spécifique pourrait comporter des modalités différentes (par exemple, pas de limitation du nombre de mécanismes autorisés pour ces produits), mais devrait viser le même degré de transparence que celui prévu pour les autres produits structurés tombant dans le champ d'application du nouveau cadre réglementaire.
- Le risque lié à un produit doit également être expliqué d'une manière transparente (par exemple, via une classification uniforme des risques), de manière à ce que

l'investisseur de détail puisse évaluer correctement ce risque et puisse prendre une décision d'investissement en connaissance de cause.

- Ces représentants sont d'accord avec le champ d'application utilisé dans le cadre du moratoire et ne sont pas partisans d'une extension de ce champ d'application à des produits autres que des produits structurés, dans le futur règlement.

2. Champ d'application

Question n° 2 : Etes-vous d'accord avec ce champ d'application et les définitions proposées de produit structuré, commercialisation, distributeur et investisseur de détail ? Si non, pour quels motifs ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Comme indiqué ci-dessus, une extension du champ d'application serait souhaitable. Les personnes qui, d'une manière ou d'une autre, conseillent ou guident des investisseurs sans distribuer elles-mêmes de produits, devraient elles aussi être soumises à des règles de conduite et à des règles en matière de conflit d'intérêts.

Les intermédiaires doivent naturellement connaître ce qu'ils distribuent, ce qu'ils recommandent. C'est élémentaire. Comment pourraient-ils vérifier que le produit est adéquat pour leurs clients s'ils ne peuvent pas appréhender ni le fonctionnement ni les risques de ce qu'ils conseillent ?

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

La définition proposée de 'distributeur' ne leur semble pas appropriée, dans la mesure où la notion couvre toutes les catégories d'acteurs sur les marchés concernés, sans opérer de distinction entre les différents types d'activité. Ce sont les entreprises qui offrent les produits (entreprises d'assurances, entreprises d'investissement, etc.) qui élaborent ces produits. Elles déterminent le degré de complexité de ces produits et sont donc responsables de leur mise sur le marché. L'activité des intermédiaires, dont les courtiers d'assurances, consiste uniquement à proposer au client un produit tel qu'il est mis sur le marché et à juger dans quelle mesure ce produit répond à ses souhaits et besoins. La FSMA a appliqué ces principes dans le cadre du moratoire. La même philosophie sous-tend le code de bonne conduite précité.

Ce qu'il y a lieu d'entendre par "investisseur de détail" n'est pas clair. Il est suggéré que cette notion est synonyme de celle d'"investisseur particulier", mais "de détail" fait penser à "commerce de détail". Il conviendrait de clarifier la définition donnée. L'on pourrait, pour résoudre ce problème, utiliser la notion d'"investisseur non professionnel".

Comme indiqué ci-dessus, ces représentants n'aperçoivent pas clairement ce qu'il convient d'entendre par produits structurés. La définition de "produit structuré", telle que proposée, est trop générale. Il faut une définition claire et bien circonscrite. L'énumération des éléments ne relevant pas de cette définition doit être réduite au minimum.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants sont d'accord avec le champ d'application proposé et les définitions énoncées, qui suivent la philosophie du moratoire en vigueur.

Question n° 3 : Le règlement doit-il être étendu aux produits structurés qui n'ont pas fait l'objet d'une offre primaire et qui ne peuvent être acquis que sur un marché réglementé ou sur un MTF, ou une approche différente peut-elle se justifier ? Dans ce dernier cas, en quoi l'approche en question pourrait-elle consister ?

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Cette question n'est pas pertinente pour le secteur des assurances.

3. Processus de validation des produits

Question n° 4 : Etes-vous d'accord avec les différents aspects du processus de validation des produits ? Y a-t-il, selon vous, d'autres aspects à y inclure ? Quels sont les aspects à ne pas y inclure ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Les représentants des consommateurs soutiennent la proposition de la FSMA d'instaurer un processus renforcé de validation des produits par l'entreprise avant leur mise sur le marché. Le respect de ce processus doit être documenté et contrôlable par l'autorité de contrôle. Ces représentants soutiennent les exigences énumérées par la FSMA en pages 5 et 6 du document de consultation, qu'il s'agisse de l'analyse des besoins du client, de la définition du groupe-cible auquel doit s'adresser le produit, des informations sur le produit, la distribution, les supports publicitaires et le suivi.

En ce qui concerne la composante épargne d'un produit structuré, il est important d'analyser les risques qui y sont liés. Dans un fonds, qu'il s'agisse d'un OPCVM au sens du droit européen, d'un OPC national ou d'un fonds d'investissement lié à une assurance-vie, le risque de contrepartie devrait être soigneusement analysé. Une exposition à 5 entreprises établies dans l'Union européenne et soumises à un contrôle prudentiel, autrement dit 5 banques non citées et situées dans des pays européens non précisés n'est plus acceptable dans le contexte actuel. Dans un tel cas, il faut préciser

que le consommateur est exposé au secteur bancaire et il faudrait que la diversification soit plus large. Même si un tel produit respecte les règles européennes en vigueur pour bénéficier d'un passeport européen, on ne peut plus affirmer, dans le contexte actuel, que le capital investi dans un tel produit est protégé ou garanti. Ces représentants conviennent que le recours à des « collaterals » puisse atténuer le risque de crédit, mais ils estiment qu'il augmente la complexité des produits offerts à l'investisseur de détail et manque singulièrement de transparence.

Il serait certainement utile que la validation des produits et l'information qui en résulte ne constituent pas un processus purement interne, mais qu'elles soient également portées à la connaissance des investisseurs sous une forme compréhensible pour l'investisseur non professionnel. La publicité relative à ces produits devrait refléter la validation des produits et être soumise à un contrôle.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Conformément au code de bonne conduite, c'est l'entreprise d'assurances qui établit la "fiche info financière" pour les assurances-vie. C'est donc à elle aussi qu'il incombe d'assurer la validation interne des produits. L'intermédiaire d'assurances respecte les obligations qui sont énoncées dans la loi du 27 mars 1995 relative à l'intermédiation en assurances et en réassurances et à la distribution d'assurances. Ces représentants estiment que l'intermédiaire d'assurances ne peut en aucun cas être chargé de la validation interne des produits. Il examine dans quelle mesure un produit déterminé répond aux souhaits et besoins du client, tels qu'il les a identifiés.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants sont partisans d'une formalisation de la validation interne des produits. Celle-ci doit toutefois consister à indiquer, de manière documentée, que les avis nécessaires ont été recueillis auprès des différents services concernés au sein de l'entreprise d'assurances et que les divers aspects du produit et de sa commercialisation ont été examinés en interne. Il est à cet égard important que l'entreprise d'assurances puisse déterminer elle-même la façon dont elle organise concrètement cette validation des produits, de manière à ce qu'elle puisse suffisamment tenir compte de sa propre organisation et de ses procédures internes.

Si l'on optait néanmoins pour l'imposition d'une liste déterminée de critères à utiliser par l'entreprise d'assurances lors de sa validation interne des produits, il faudrait, selon ces représentants, que ces critères soient formulés d'une manière objective et claire, en tenant compte des obligations et interdictions légales auxquelles une entreprise d'assurances est soumise.

La manière dont il convient de comprendre et de respecter les exigences formulées par la FSMA dans sa note de consultation, n'est pas claire. Ainsi, par exemple, il n'est pas précisé s'il peut ou doit y avoir des alternatives sur le marché lors du lancement d'un nouveau produit, et des problèmes peuvent surgir au regard du droit de la concurrence si un assureur est obligé de comparer ses produits avec les alternatives sur le marché.

D'autres critères ne peuvent être établis objectivement, par exemple la question de savoir si le produit répond à un besoin fondé des clients, si les conséquences liées au produit sont acceptables, ou s'il existe des incitants importants susceptibles d'aller à l'encontre de l'intérêt des clients. A cela s'ajoute que certains critères ne sont pas pertinents pour le secteur des assurances, par exemple la vérification de la méthode ou des paramètres qui ont été utilisés pour fixer le prix d'un produit sur le marché secondaire.

Une entreprise d'assurances ne peut procéder correctement à la validation des produits avant leur commercialisation en se basant sur des critères obligatoires que si ces critères sont clairs et ne laissent pas de place à l'interprétation.

Ces représentants tiennent à souligner que l'exécution d'une validation interne des produits est indépendante du risque de marché qui est lié au produit. Ce risque de marché est supporté par le client, qui doit être suffisamment informé à ce sujet.

4. Transparence concernant différents aspects du produit

Question n° 5 :

- *Quels sont les frais à communiquer en toute transparence et comment faire en sorte que ces frais soient calculés de manière uniforme ? Estimez-vous judicieux de faire porter la transparence sur les composantes et la valeur attendue du produit ? Comment ces éléments peuvent-ils être communiqués de manière intelligible au consommateur ?*
- *Quel est votre avis sur le fait de prévoir une classification des principaux risques qui soit uniforme pour le secteur ?*
- *Que pensez-vous de la disposition du moratoire selon laquelle la dénomination du produit doit inclure le nom de l'émetteur ? Qu'en est-il, dans le cas d'un émetteur constitué sous la forme d'un special purpose vehicle, d'un OPC, etc., si le nom de cet émetteur ne fait pas référence à la contrepartie sur laquelle repose le risque de crédit réel ?*
- *Y a-t-il d'autres aspects (en ce qui concerne, par exemple, le bien-fondé en termes de placement) sur lesquels devrait porter la transparence à assurer vis-à-vis du consommateur ? Trouvez-vous que la transparence apporte une solution adéquate à l'élément de complexité ?*

Réponse des représentants des consommateurs.

- Ces représentants demandent une transparence poussée au niveau des frais, transparence qui prenne pied sur des données pertinentes. L'investisseur doit pouvoir comparer les frais afférents aux différents produits.
- Comme indiqué au point II.A, ces représentants plaident pour une standardisation et une classification des produits. La classification uniforme des risques constitue, selon

eux, une information utile, qui est profitable à la comparabilité. Les risques doivent être clairement identifiés. La transparence implique que les schémas sous-jacents soient exposés et commentés et que le risque réel soit connu grâce à une évaluation adéquate de la construction par l'autorité de contrôle. Ces représentants attirent néanmoins l'attention sur le fait que publier une information n'est pas suffisant pour assurer une protection adéquate de l'investisseur de détail. Il faut encore que cette information soit présentée de telle manière qu'elle soit lue, qu'elle puisse être comprise par le public cible et que celui-ci puisse en tirer les conséquences adéquates avant de prendre sa décision d'investir.

En ce qui concerne la probabilité de rendement du produit à l'échéance finale, plusieurs approches sont possibles selon le type de produit structuré mis sur le marché :

- s'il y a un rendement minimum et / ou un rendement maximum, la probabilité de réalisation de ces derniers devrait être mentionnée ;
- le rendement (ou la plage de rendement) le plus probable devrait également être indiqué ;
- pour les produits ne présentant pas de rendement minimum ou maximum, les probabilités pourraient être présentées par rapport au rendement de produits à taux fixe pour une période d'investissement similaire au produit structuré.

- S'il est fait usage de *special purpose vehicles* sans que soit précisé sur qui repose le risque de crédit, ces produits ne peuvent pas être proposés aux investisseurs ordinaires. La mention du nom de l'émetteur dans la dénomination du produit est vivement recommandée.
- S'agissant des produits de placement destinés aux investisseurs ordinaires, la complexité doit rester limitée. Ces produits doivent être raisonnablement sûrs et fiables. La transparence ne constitue pas une réponse suffisante. En ce qui concerne le bien-fondé en termes de placement, ces représentants estiment qu'il n'est pas pertinent pour les consommateurs de savoir pourquoi un distributeur croit à une stratégie déterminée. La réalité montre que des erreurs d'estimation sont parfois commises. L'investisseur ordinaire souhaite, la plupart du temps, un rendement légèrement supérieur, mais n'est pas en soi disposé à encourir un risque financier.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

- Ces représentants estiment que c'est une estimation des frais totaux qui sert le mieux le consommateur. Une ventilation de tous les frais séparés possibles ne ferait que favoriser la désinformation. Il convient d'opérer une distinction entre les frais uniques (par exemple, les frais d'entrée et de sortie) et les frais récurrents. La présentation des frais sous la forme d'un pourcentage des frais totaux peut être envisagée. Une méthode uniforme pour présenter les frais liés aux produits d'assurance visés accroîtra la comparabilité de ces produits pour le consommateur.

Les composantes et le risque qu'elles comportent (y compris le risque d'émetteur lié aux tierces parties) doivent être connus, mais l'accessibilité de ces structures complexes reste de toute manière limitée pour le consommateur. Cette accessibilité limitée pour le consommateur peut être compensée par un système de classification clair et uniforme des classes de risque.

- Une classification serait bénéfique à la comparabilité des produits et, partant, dans l'intérêt du consommateur. Les produits de la branche 23 sont déjà répartis en classes de risque. Ces classes de risque pourraient, pour les produits structurés, être davantage différenciées et affinées selon les différentes composantes de ces produits.
- Ces représentants sont d'accord avec l'idée que la dénomination du produit inclue au moins le nom de l'émetteur. Il est impossible pour l'intermédiaire d'assurances de connaître le nom de toutes les contreparties pertinentes d'un produit. Ces noms sont connus des entreprises qui offrent les produits et doivent être mentionnés par ces dernières dans le document d'information sur le produit.
- Etant donné que seuls les offreurs (les entreprises d'assurances pour les produits de la branche 23) ont une vision complète des produits qu'ils mettent sur le marché, il est de leur responsabilité de juger si d'autres aspects encore doivent être communiqués au client. Ces aspects doivent être uniformes pour contribuer à la comparabilité des produits.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

- Ces représentants estiment que la transparence apporte une réponse adéquate à la complexité et évoquent l'utilisation, par le secteur des assurances, de la "fiche info financière". Cette fiche explique de manière uniforme les différents aspects d'une assurance de la branche 23, comme les garanties offertes, les objectifs d'investissement ou le bien-fondé en termes de placement, les classes de risque des fonds sous-jacents, les frais au niveau des produits, etc. Cette fiche permet en outre au client de comparer aisément différentes assurances de la branche 23. L'établissement et l'utilisation de cette "fiche info financière" sont régis par un code de bonne conduite qui a été mis sur pied par le secteur des assurances en concertation avec l'ancienne CBFA et le SPF Economie.

Une assurance de la branche 23 comprend le contrat d'assurance même et, de manière sous-jacente, un ou plusieurs fonds. Il n'est pas important pour le client de savoir comment les composantes du produit se profilent : ce qui compte, c'est qu'il ait une vision des éléments et des risques susceptibles d'avoir un impact sur le rendement du produit pendant sa durée de vie et à l'échéance finale. Cette vision lui est déjà offerte, à l'heure actuelle, par le biais de la "fiche info financière".

Plutôt que d'informer un client sur les valeurs attendues d'un produit, les représentants des entreprises d'assurances estiment utile de recourir à des scénarios, hypothèses ou exemples présentant au moins une évolution négative, une évolution neutre et une

évolution positive des valeurs. Des valeurs attendues ne peuvent être basées sur des valeurs historiques, celles-ci n'offrant en effet aucune garantie pour l'avenir et étant susceptibles de créer de fausses attentes auprès du client.

- Ces représentants plaident en faveur de l'utilisation d'une procédure uniforme pour la classification des risques de produits structurés et proposent d'appliquer, à cet effet, la classification des risques qui est en vigueur depuis le 1^{er} juillet 2011 pour les OPCVM. Une telle classification uniforme des risques permettra au client de mieux comprendre le risque lié à chaque produit structuré et de comparer ces produits entre eux.
- Les représentants des entreprises d'assurances ne trouvent pas judicieux de mentionner le nom de l'émetteur dans la dénomination du produit. Il peut en effet arriver que plusieurs établissements interviennent dans la composition, la commercialisation et la gestion d'un produit, et ces établissements peuvent, en outre, changer pendant la durée de vie du produit. Le nom de l'établissement qui émet un produit de la branche 23 est mentionné dans la "fiche info financière". Si une garantie ou une protection du capital est offerte à l'échéance finale, la "fiche info financière" mentionne également l'établissement qui, au moment de la souscription de l'assurance, prend en charge cette garantie ou protection. Selon Assuralia, la mention des différents établissements dans la dénomination du produit ne va pas dans le sens d'une plus grande clarté, mais est plutôt source de confusion pour l'investisseur de détail.

5. Accessibilité de la valeur sous-jacente

Question n° 6 : Etes-vous d'accord avec le principe selon lequel la valeur sous-jacente du produit structuré doit être suffisamment observable pour l'investisseur de détail, ainsi qu'avec le contenu donné par le moratoire à la notion d'accessibilité ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Ces représentants doutent que ces produits constituent des produits de placement adéquats pour les investisseurs ordinaires. Mais puisque ces produits sont mis sur le marché, leur valeur sous-jacente doit être accessible au consommateur ordinaire. La liste des valeurs sous-jacentes inaccessibles, telle qu'elle figure dans la note de consultation, doit être considérée comme une liste non exhaustive. Au lieu d'énumérer les valeurs sous-jacentes inaccessibles, l'on pourrait également déterminer les valeurs sous-jacentes qui sont considérées comme étant accessibles pour l'investisseur ordinaire. Ces représentants attirent toutefois l'attention sur des dérives possibles. Ils considèrent que la valeur sous-jacente de certains produits structurés, émis après l'entrée en vigueur du moratoire, n'est pas suffisamment accessible. La valeur sous-jacente doit être d'autant plus accessible que le consommateur ne dispose pas d'informations claires sur les probabilités de rendement final et les frais.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Pour le secteur des assurances, l'on peut se référer au code de bonne conduite qui règle la transparence des produits pour le consommateur, et aux fiches techniques, auxquelles renvoie la "fiche info financière assurance-vie". Ces fiches techniques figurent sur la partie accessible au public des sites web des assureurs concernés. Ces informations doivent rester consultables pendant toute la durée de vie du produit et l'historique des modifications éventuelles de dénomination doit pouvoir être retracé. Un investisseur de détail qui souhaite consulter ces informations doit savoir où ces informations sont disponibles.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants sont d'accord avec le principe selon lequel la valeur sous-jacente du produit doit être suffisamment observable, par exemple au travers d'une publication périodique de celle-ci sur un site web accessible au public.

Question n° 7 : Trouvez-vous que les paniers d'actions, les indices maison ou autres valeurs sous-jacentes composées sont suffisamment transparents et, dans la négative, quelles seraient les exigences à imposer pour y remédier ? Que pensez-vous de la manière dont le moratoire traite cet aspect ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Certains de ces représentants estiment qu'en cas d'utilisation de paniers ou d'indices, la FSMA devrait élaborer des modèles standard opérant une ventilation équilibrée et justifiée en fonction du type de placement ou d'investissement visé. Si des établissements financiers offrent des modèles qui s'en écartent, ils le font sous leur propre responsabilité.

Les représentants des consommateurs trouvent que les paniers d'action et les indices doivent être suffisamment observables. L'investisseur ordinaire doit être en mesure de suivre les évolutions à la baisse ou à la hausse de son placement. C'est une information de base minimale.

L'émetteur d'un produit structuré doit reproduire la valeur actuelle du produit. L'on ne peut attendre du consommateur qu'il effectue lui-même des recherches en utilisant d'autres sources d'information pour connaître la situation de ses placements.

Les représentants des consommateurs considèrent que les indices maison rencontrés dans certains instruments financiers ne sont pas transparents et que leur comportement futur ne peut pas être appréhendé par le consommateur. L'ajout de mécanismes

particuliers à un indice de référence (par exemple un indice reflétant l'évolution d'un marché) devrait être évité. Parmi ces mécanismes, on relève certaines mesures de contrôle de risques, de limitation de volatilité, de prise en compte d'évolution subordonnée à d'autres paramètres (de type « excess return » par exemple). Ces petits « plus » qui se rencontrent plus fréquemment dans les indices-maison accroissent sensiblement la complexité des produits sans forcément apporter une plus-value à l'investisseur de détail, voire l'induisent carrément en erreur comme dans le cas d'un indice excess return.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

L'évolution des cours des indices maison ou des paniers d'actions doit être consultable par le consommateur sur la partie du site web de l'émetteur qui est accessible au public.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants estiment qu'un panier d'actions, un indice maison ou tout autre sous-jacent composé est suffisamment transparent si sa valeur et sa composition sont publiées périodiquement sur un site web accessible au public. Ils sont d'accord avec la FSMA que la composition doit être basée sur des fondements économiques, ce qui implique que ceux-ci aillent dans l'intérêt du client et que des motifs clairs et rationnels sous-tendent la composition retenue.

Ils considèrent qu'un produit d'assurance qui fonctionne avec des paniers de valeurs sous-jacentes ne doit pas suivre des règles de répartition spécifiques. Une diversification des actifs sous-jacents n'a en effet rien à voir avec le degré de complexité d'un produit. C'est la raison pour laquelle ils estiment que le règlement définitif ne peut pas imposer d'exigences sur le plan de la diversification des actifs.

Question n° 8 : Etes-vous d'avis que certaines valeurs sous-jacentes devraient être considérées comme étant, en soi, inaccessibles aux investisseurs de détail ? Changeriez-vous l'énumération des valeurs inaccessibles qui figure dans le moratoire ? Que pensez-vous en particulier des matières premières et des métaux précieux ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Ces représentants estiment que certaines valeurs sous-jacentes doivent, en effet, être considérées comme étant en soi inaccessibles.

Les représentants des consommateurs considèrent qu'il faut exclure les valeurs sous-jacentes qui sont inaccessibles ou dont le comportement ne peut pas être appréhendé par le particulier. La liste figurant dans le moratoire ne doit pas être considérée comme exhaustive dans la mesure où l'innovation est particulièrement intense dans ce marché.

Des produits basés sur des événements de crédit, des dérivés climatiques ou encore reposant sur d'autres types de phénomènes font clairement partie de sous-jacents inappropriés. A court terme, les matières premières (minerais, métaux, produits agricoles, textile, etc.) connaissent une volatilité importante qui dépend de facteurs exogènes que l'investisseur de détail ne peut appréhender. On peut concevoir qu'un produit d'investissement reflète l'évolution à moyen ou long terme de matières premières et soit conseillé pour une partie limitée du portefeuille d'un investisseur. Mais un produit structuré faisant appel à des mécanismes dont le résultat s'écarte de cette évolution à moyen ou long terme ne peut être proposé au grand public qui ne dispose pas d'une réelle expérience de ces marchés.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Ces représentants estiment eux aussi que certaines valeurs sous-jacentes doivent être considérées comme inaccessibles aux investisseurs de détail. Si l'investisseur de détail doit pouvoir continuer à avoir accès à ces valeurs sous-jacentes, une solution peut consister à loger ces valeurs sous-jacentes automatiquement dans la classe de risque la plus élevée.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants estiment que l'accès à certaines valeurs sous-jacentes pour les investisseurs de détail ne doit pas être limité si ces valeurs sont consultables publiquement. Toutes les valeurs sous-jacentes devraient en principe être autorisées, à condition qu'elles soient négociables sur un marché réglementé et/ou efficace et qu'elles puissent être suivies de manière transparente par l'investisseur de détail. Cela vaut d'autant plus lorsque le produit investissant dans cette valeur sous-jacente offre un certain degré de protection du capital. A condition de satisfaire aux conditions précitées, les matières premières et les métaux précieux ne devraient donc pas non plus être considérés comme inaccessibles.

6. Stratégie du produit structuré

Question n° 9 : Etes-vous d'accord avec le contenu donné par le moratoire à la notion de stratégie complexe ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Ces représentants sont d'accord.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Ces représentants sont d'accord avec les exemples donnés dans la note de consultation, à condition que cette liste évolue avec le temps. Il est de la responsabilité

des offreurs (dont les entreprises d'assurances) de vérifier les produits visés à l'aune de cette liste.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants estiment que le risque lié aux stratégies dont un produit fait usage, ne doit pas être confondu avec le degré de complexité du produit. Il est, selon eux, très important qu'un client puisse procéder à une estimation correcte des modalités et risques d'un produit, de manière à pouvoir prendre une décision d'investissement en connaissance de cause. La transparence peut à cet égard offrir une solution. Lors de l'utilisation de 'teasers', il convient en outre de porter une attention supplémentaire à l'information commerciale, afin de veiller à ce que celle-ci ne donne pas au client une image tronquée du fonctionnement du produit et que le client ne soit pas induit en erreur. Il n'est toutefois pas indiqué, selon les représentants des entreprises d'assurances, de limiter le choix du client. Les clients ont un appétit du risque très différent. L'offre de produits structurés doit pouvoir continuer à répondre à la demande et au souhait de certains clients.

Question n° 10 : Y a-t-il d'autres stratégies que vous trouvez inacceptables pour les investisseurs de détail ?

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Voir la réponse à la question 9.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Voir la réponse à la question 9 : ces représentants estiment que le client doit avoir une vision claire de la stratégie utilisée pour un produit. Si le client reçoit à ce sujet une information suffisante, il n'est pas nécessaire de prévoir des restrictions au niveau des stratégies qui peuvent être offertes aux investisseurs de détail.

7. Formule de calcul

Question n° 11 : Trouvez-vous que le nombre de mécanismes doit être limité ? Si oui, estimez-vous que cette limitation doit également valoir pour les produits assortis d'une protection de capital ?

Réponse des représentants des consommateurs.

La complexité des mécanismes devrait être évaluée d'une manière plus générale. Ce qui est important, ce n'est pas le nombre de mécanismes, mais l'estimation réelle de leur caractère compréhensible, calculable et accessible.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Ces représentants estiment qu'un produit devient complexe pour l'investisseur de détail si le nombre de mécanismes est supérieur à trois. Une solution consisterait à loger ces produits automatiquement dans la classe de risque la plus élevée.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants reconnaissent que la complexité d'un produit s'accroît avec le nombre de mécanismes utilisés et qu'il n'est de ce fait pas aisé pour un investisseur de détail de suivre l'évolution du rendement de son produit. C'est pourquoi il peut être indiqué de limiter le nombre de mécanismes.

Ils demandent toutefois que cette disposition ne soit pas applicable aux produits assortis d'une protection de capital. S'agissant des produits pour lesquels 90 % au moins du capital net initial est protégé à l'échéance finale, une limitation du nombre de mécanismes utilisés n'est pas nécessaire. Le client connaît en effet toujours le rendement minimal de son produit à l'échéance finale.

Question n° 12 : Est-il judicieux de prévoir une exception pour certains mécanismes favorables au consommateur, même si ceux-ci sont synonymes de complexité accrue ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Voir la réponse à la question 11.

Les représentants des consommateurs émettent également des réserves quant à l'idée de prévoir des exceptions pour certains mécanismes considérés comme favorables au consommateur. Il est en effet difficile d'affirmer qu'un mécanisme donné se révélera en toute circonstance favorable au consommateur. Le plus souvent, en fonction des circonstances de marché et/ou des caractéristiques propres aux sous-jacents (corrélation, volatilités), chaque mécanisme présente une double facette. Dans le cas des produits avec protection du capital, la réduction du risque dans la partie structurée du produit n'est pas souhaitable lorsqu'elle réduit les chances d'obtenir un rendement élevé au-delà de la partie protégée. A ce propos, ces représentants se réfèrent à une analyse de l'Autoriteit Financiële Markten (AFM)⁴.

Ainsi à titre d'exemple, le recours à une moyenne (« averaging » caractéristique des options asiatiques) permet de limiter le risque en cas de marché baissier mais pénalise

⁴ "Verkennde analyse gestructureerde producten", AFM, mai 2007, p. 22.

l'investisseur en cas d'évolution à la hausse. Dans le même ordre d'idée, ce mécanisme réduit certes les risques d'atteindre un seuil déclenchant un événement défavorable mais il limite tout autant les chances d'atteindre un seuil déclenchant un événement favorable. Le recours à un mode de calcul de performance basé sur une moyenne de relevés est susceptible de véhiculer une image trompeuse du produit dans la mesure où l'évolution facilement observable d'un sous-jacent, quand il s'agit d'un relevé point à point, peut sensiblement différer de l'évolution retenue basée sur une moyenne. Pour le grand public, il n'est guère aisé de comprendre que le payoff d'un produit est limité à 10 %, en raison d'un calcul basé sur une moyenne, alors que le sous-jacent aurait progressé de 30 % sur base d'un relevé point à point. Enfin, il est paradoxal, et donc difficilement défendable, de soutenir que l'octroi d'une option asiatique conditionnée dans un produit structuré est favorable à l'investisseur alors que sa valeur économique est plus faible que celle d'une option ne présentant pas ce mécanisme de moyenne.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Voir la réponse à la question 11.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Ces représentants estiment que les mécanismes favorables au consommateur ne doivent pas être inclus dans le nombre maximal de mécanismes qu'un produit peut comprendre. Si l'on y inclut ces mécanismes, cela aura pour effet qu'ils seront moins souvent offerts au client, ce qui jouera en sa défaveur. Il s'agit notamment des mécanismes suivants :

- garantie ou protection du capital ;
- coupons minimums ;
- effets de cliquet ou de verrou : effets par lesquels les rendements sont, à intervalles réguliers, verrouillés de sorte qu'une partie du rendement est fixée ou garantie indépendamment de l'évolution future du sous-jacent ;
- somme de cliquets ;
- mécanismes visant à limiter la volatilité de la valeur sous-jacente : contrôle de la volatilité ("voltage target"), valeur d'observation sur la base des performances moyennes ("asianing", "asian tail") ;
- moyenne : technique consistant à prendre, dans un indice ou dans un placement comportant différentes classes d'actifs ou différents profils, ou à l'échéance finale, une moyenne de l'évolution des différents sous-jacents ;
- "floor" sur les performances d'un sous-jacent : protection contre un recul soudain d'un ou plusieurs sous-jacents ;
- "airbag": domaine dans lequel l'on n'est pas exposé à une baisse du sous-jacent, celui-ci pouvant, par exemple, enregistrer une baisse de 1 % à 10 % sans que cela ait une incidence sur le rendement final du produit ;
- "lookback features" : technique consistant à prendre, comme valeur initiale, la valeur minimale pendant une période déterminée ou inversement (la valeur

- d'observation finale étant la valeur maximale observée pendant une période déterminée) ;
- effets "memory" : un rendement qui n'est pas perçu à une date d'observation déterminée, peut quand même être récupéré plus tard si, à cette date d'observation ultérieure, il est satisfait à la condition prévue dans la formule ;
 - "best off features" : l'investisseur ne se voit pas payer le rendement du panier sous-jacent, mais celui du sous-jacent le plus performant ;
 - multiplicateur ou "gearing" de plus de 100 % : une participation de plus de 100 % dans la hausse de la valeur sous-jacente est clairement favorable au client, en tout cas comparativement à un placement direct dans le sous-jacent.

Question n° 13 : Existe-t-il selon vous des alternatives praticables pour limiter la complexité de la formule de calcul ou en améliorer la compréhension ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Voir la réponse à la question 11.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

La 'lisibilité' et l'intelligibilité' des textes mis à la disposition des investisseurs par les entreprises qui offrent les produits, doivent constituer la norme.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Comme indiqué ci-dessus, ces représentants estiment que la transparence peut apporter une solution à la complexité. Les formules et notions utilisées peuvent être clarifiées dans les supports commerciaux, par exemple en les illustrant à l'aide d'un exemple ou en les visualisant au moyen de graphiques.

8. Suivi après la commercialisation

Question n° 14 : Que pensez-vous du suivi après la commercialisation, tel que proposé ci-dessus ? Y a-t-il d'autres aspects qui pourraient être traités dans le cadre de ce suivi ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Ces représentants sont d'accord avec l'approche prévoyant un large suivi ex-post et la communication d'informations à ce sujet. Ils estiment que la diffusion d'informations est également utile en cas de nouvelle émission de produits similaires du même émetteur.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Le consommateur doit pouvoir trouver des informations actuelles sur son produit également après la conclusion du contrat. Les données doivent rester disponibles sur la partie du site web qui est accessible au public, aussi longtemps que le produit existe. Ces représentants demandent que l'intermédiaire soit informé par l'offreur concerné de toute modification intervenue.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Conformément à l'arrêté royal du 14 novembre 2003 relatif à l'activité d'assurance sur la vie, l'assureur informe le preneur d'assurance annuellement de la valeur des unités de son produit. La "fiche info financière" contient en outre des renseignements sur la manière dont le client peut obtenir des informations actualisées sur son produit ; il peut s'agir, par exemple, d'un lien vers un site web ou d'un renvoi à un intermédiaire ou au callcenter de l'assureur.

L'assureur informe également le client lorsque la date d'échéance d'un fonds est atteinte ou lors de chaque versement d'un rendement à la date d'échéance, et le client peut obtenir des informations supplémentaires s'il le souhaite. Tant dans la "fiche info financière" que dans les conditions générales ou le règlement de gestion, le client trouve des renseignements sur la formule qui est appliquée lors du versement du rendement à la date d'échéance.

Les représentants des entreprises d'assurances ne sont pas partisans d'une publication sur le site web du distributeur du rendement final des produits structurés que le distributeur a commercialisés au cours des 10 dernières années. Cette information n'est pas pertinente pour le client et risque même de l'induire en erreur. Les rendements du passé ne constituent en effet jamais une garantie pour le futur. Il s'agit, en outre, des rendements finaux de différents produits structurés qui ont chacun leurs propres modalités et des objectifs d'investissement spécifiques.

Question n° 15 : Estimez-vous nécessaire de prévoir des normes minimales concernant l'organisation du marché secondaire qui seraient applicables aux produits structurés commercialisés auprès des investisseurs de détail et, si oui, quelles pourraient-êtr e ces normes ?

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Ces représentants estiment que cette question n'est pas applicable aux produits d'assurance, puisqu'il n'existe pas de marché secondaire pour ces produits.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Cette question n'est pas pertinente pour le secteur des assurances.

9. Différentes approches en cas de non-respect des nouvelles exigences

Question n° 16 : Quelle approche préférez-vous et pourquoi ?

Réponse des représentants des consommateurs.

Ces représentants demandent qu'une interdiction de commercialisation auprès des investisseurs de détail soit décrétée et qu'une labellisation soit instaurée pour les produits qui sont proposés à d'autres catégories d'investisseurs.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

Ces représentants préfèrent que la commercialisation soit quand même autorisée à condition que soit apposé sur les supports commerciaux un label indiquant que le produit structuré n'est pas approprié pour les investisseurs de détail. L'entreprise d'assurances doit avoir la possibilité d'adapter encore son produit, sinon le label précité doit être apposé sur toute forme de communication et il doit être mentionné que le produit en question ne répond pas aux exigences imposées par la FSMA. Ces représentants recommandent qu'au moment de la commercialisation d'un nouveau produit structuré, l'entreprise d'assurances concernée transmette les conclusions de sa propre validation des produits à la FSMA.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

Selon ces représentants, l'apposition d'un label sur un produit qui ne répond pas aux nouvelles exigences, constitue la meilleure solution. Ce label doit, d'une manière objective, préciser au client que le produit est complexe et souligner l'importance de s'informer suffisamment sur les modalités du produit avant de prendre une décision d'investissement. Un label mentionnant simplement que le produit n'est pas approprié pour les investisseurs de détail, n'est pas, selon ces représentants, une bonne option. Limiter la commercialisation d'un produit à certaines catégories d'investisseurs de détail, en fonction de leur patrimoine ou de leurs connaissances, n'est en effet pas réalisable.

De manière générale, les représentants des entreprises d'assurances tiennent à souligner que le patrimoine d'un investisseur de détail et le niveau de ses connaissances financières sont deux choses bien distinctes. Le niveau des

connaissances financières d'une personne peut difficilement être déterminé objectivement.

D'un point de vue pratique, ces représentants relèvent encore que le niveau du patrimoine et des connaissances financières d'un investisseur de détail peut varier dans le temps et que l'entreprise d'assurances n'a pas toujours vue sur cet aspect.

10. Exigences supplémentaires en matière de publicité

Question n° 17 :

- *Partagez-vous l'opinion de la FSMA selon laquelle les exigences de transparence supplémentaires prévues par le règlement devront également être respectées dans les supports publicitaires ?*
- *Pensez-vous que la standardisation du contenu des supports publicitaires selon un canevas fixe, ainsi que la limitation du volume de ces supports, peuvent contribuer à améliorer la compréhension par l'investisseur des produits commercialisés ?*

Réponse des représentants des consommateurs.

- Ces représentants sont d'accord que les exigences de transparence supplémentaires doivent être respectées dans la publicité.
- La standardisation du contenu des supports publicitaires favorisera certainement la compréhension des produits si la comparabilité de ces derniers s'en trouve améliorée. L'information contenue dans toute communication à caractère promotionnel devrait refléter de manière équilibrée les avantages et inconvénients attachés aux produits proposés. L'information ou la publicité doivent être équilibrés, faute de quoi l'information perçue par les clients potentiels est biaisée. Ces représentants se réfèrent au guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers, établi par l'Autorité des Marchés Financiers française (AMF).
Si ce principe n'est pas spécifique aux produits structurés, il prend ici une ampleur particulière en ce sens que jusqu'à présent, le rendement le plus élevé possible était souvent mis en avant sans que les inconvénients ne soient mis en balance. Lorsqu'un intermédiaire utilise le matériel publicitaire de l'émetteur, il lui appartient de vérifier que le matériel qu'il diffuse n'induit pas le consommateur en erreur et respecte les conditions particulières que la FSMA édictera pour les produits structurés ou complexes. Lorsque l'intermédiaire prend l'initiative de distribuer des produits émis à l'étranger ou provenant d'une entreprise d'assurances étrangère, il doit être particulièrement attentif au respect de ces conditions lorsqu'il entend utiliser des publicités qui ont été élaborées à l'étranger pour un public dont la culture financière est différente de la culture belge.

Réponse des représentants des intermédiaires d'assurances.

- Ces représentants sont d'accord que les exigences de transparence supplémentaires doivent être respectées dans la publicité et proposent d'utiliser comme source d'inspiration le code de bonne conduite du secteur des assurances, dont une partie est consacrée à la publicité des produits d'assurance-vie.
- En ce qui concerne également la standardisation du contenu des supports publicitaires, ces représentants évoquent l'expérience positive que constitue le code de bonne conduite. Ils demandent que la publicité fasse explicitement référence aux informations qui contribuent à la transparence du produit.

Réponse des représentants des entreprises d'assurances.

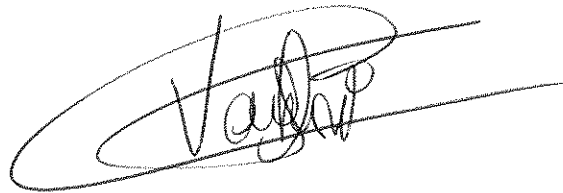
- Ces représentants partagent le point de vue de la FSMA selon lequel les exigences de transparence doivent également être respectées dans les supports publicitaires, et font observer que le secteur des assurances a déjà élaboré un code de bonne conduite qui poursuit le même objectif. Il s'agit du code de bonne conduite relatif à la publicité et à l'information sur les assurances-vie individuelles, déjà évoqué au point A.
Ce code de bonne conduite détermine non seulement les informations qui doivent au minimum être mentionnées dans la publicité, mais précise également qu'une "fiche info financière" doit être remise au preneur d'assurance, au plus tard lors de la souscription d'un produit. Cette fiche d'information est standardisée sur le plan de la forme et du contenu et renseigne le client sur les principales caractéristiques du produit. Cette fiche facilite en outre la comparaison entre les différents produits.
Les représentants des entreprises d'assurances défendent ici aussi la même approche : les exigences de transparence supplémentaires doivent être respectées et les informations nécessaires communiquées au client avant la souscription du produit. Il ne sera toutefois pas possible de mentionner immédiatement toutes les informations sur tout support que ce soit (par exemple, des affiches, un spot radio, ...). Il y a lieu de veiller à ce que le client ait un accès suffisant aux informations techniques, sans que cela n'ait pour effet de dédoubler les mêmes informations sur différents documents. Chaque document adressé au client a sa propre fonction. Pour déterminer les informations à faire figurer dans les différents documents, l'on devrait pouvoir tenir compte de la fonction et des limites du document.

11. Autres remarques

Les *représentants des consommateurs* déplorent qu'aucune initiative structurelle n'ait à ce jour été prise dans le cadre de la législation. Ils plaident instamment en faveur de la mise en

place d'une structure d'avis et d'une représentation adéquates au sein d'un comité consultatif ad hoc pour la réglementation financière et les produits financiers. Ce comité devrait compter parmi ses membres les représentants spécialisés des consommateurs qui siègent au sein de la Commission des Assurances et du Conseil de la Consommation.

Comme indiqué au point A, les *représentants des entreprises d'assurances* soulignent que le nouveau cadre réglementaire devrait être établi en tenant compte tant de la législation actuelle que de la législation future (sur le plan national et sur le plan européen) et que les nouvelles dispositions devraient être en phase avec cette législation, afin d'éviter toute insécurité juridique et toute complexité inutile.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Van Schoubroeck', is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Caroline Van Schoubroeck
Présidente