



AUTORITÉ  
DES  
SERVICES  
ET MARCHÉS  
FINANCIERS

Communication FSMA\_2011\_02 du 20 juin 2011

## MORATOIRE SUR LA COMMERCIALISATION DE PRODUITS STRUCTURÉS PARTICULIÈREMENT COMPLEXES

*version actualisée du 26 septembre 2011*

### Champ d'application:

Le moratoire s'applique à la commercialisation, auprès des investisseurs de détail, de produits structurés qui sont considérés comme particulièrement complexes.

### Résumé/Objectifs:

La FSMA appelle le secteur financier à ne pas commercialiser auprès des investisseurs de détail des produits structurés qui sont considérés comme particulièrement complexes. Les distributeurs qui adhèrent au moratoire volontaire s'engagent à ne pas commercialiser, pendant la durée de ce moratoire, des produits structurés qui ne satisfont pas aux critères établis par la FSMA. Ces distributeurs sont inscrits sur une liste tenue par la FSMA. Le moratoire volontaire reste d'application jusqu'à l'instauration de nouvelles règles concernant la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail. Ce moratoire volontaire constitue la première étape d'un processus visant à rendre l'offre de produits plus simple et plus transparente.

### Structure:

La communication comporte deux parties. La première partie esquisse le cadre général dans lequel s'inscrit le moratoire volontaire. La deuxième partie expose les modalités et les critères du moratoire.

Madame,  
Monsieur,

#### I. Cadre général

##### 1. Renforcement de la traçabilité des produits financiers

Dans le sillage de la crise financière, la Commission spéciale du Parlement belge qui était chargée d'examiner la crise financière et bancaire a recommandé, dans son rapport du 27 avril 2009, de renforcer la traçabilité des produits financiers. La FSMA avait d'ailleurs vivement plaidé dans ce sens.

Par le biais de la loi du 2 juillet 2010, le Parlement a conféré à la FSMA le pouvoir d'arrêter des règlements qui peuvent prévoir une interdiction ou des conditions restrictives concernant la

négociation de produits d'investissement de détail, ou qui sont susceptibles de favoriser la transparence de la tarification et des frais administratifs de tels produits<sup>1</sup>.

Les travaux préparatoires de la loi précisent que des conditions restrictives pourraient être imposées pour certains produits, en tout cas lorsque ceux-ci, en raison de leur *complexité*, ne sont pas destinés à l'investisseur de détail moyen. Les travaux préparatoires indiquent également que des *exigences de transparence* peuvent être imposées en ce qui concerne la structure des coûts et la tarification, l'objectif étant à cet égard d'arriver à établir des règles équivalentes pour l'ensemble des instruments et produits.

## 2. Pourquoi le marché des produits d'investissement structurés ?

La FSMA souhaite, dans un premier temps, axer son action sur le marché des produits structurés destinés aux investisseurs de détail, eu égard à l'ampleur de ce marché. Avec un encours de quelque 85 Mrd EUR, le marché belge constituait, en 2010, l'un des plus importants d'Europe. A titre de comparaison, l'encours des dépôts d'épargne réglementés en Belgique s'élevait, fin 2010, à environ 200 Mrd EUR et celui des dépôts à terme à environ 35 Mrd EUR.

Les produits structurés sont des produits d'investissement complexes. Ils comportent généralement une composante épargne, comme une obligation zéro-coupon, et un ou plusieurs instruments dérivés. La composante dérivés peut présenter une structure très complexe, de sorte que de nombreux mécanismes interviennent dans la détermination du rendement, ce qui ne simplifie pas l'évaluation et le suivi du produit.

Il est primordial que, dès la conception du produit jusqu'à sa distribution et son suivi ultérieur, les intérêts du client occupent une place centrale et que le consommateur soit informé en toute transparence. La transparence peut porter sur la raison d'être du produit, les frais inclus dans son prix de souscription ou s'ajoutant à celui-ci, la valeur attendue et les risques inhérents au produit, la stratégie et la valeur sous-jacente du produit, ou encore l'évolution du produit après sa commercialisation.

L'approche de la FSMA, qui prend appui sur les leçons à tirer de la crise financière, est une approche axée sur l'avenir et établie dans un but préventif. La FSMA entend intervenir non seulement au niveau de la transparence et des règles de conduite, mais également dans le processus de production même.

Cette démarche de la FSMA s'inscrit dans une tendance constatée dans d'autres pays<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> La FSMA peut faire usage de ce pouvoir sur avis du conseil de surveillance et du Conseil de la Consommation et doit, à cet égard, tenir compte des intérêts des consommateurs de services financiers.

<sup>2</sup> Voir en particulier le Royaume-Uni (FSA, "Discussion Paper 11/1 Product Intervention"), la France (position de l'AMF du 15 octobre 2010 concernant la commercialisation des instruments financiers complexes, l'Italie (Consob, notice n° 9019104 du 2 mars 2009 concernant "the intermediary's duty of correct and transparent conduct in the distribution of illiquid financial products"), les Etats-Unis ("investor alert" de la SEC et de la FINRA du 2 juin 2011 concernant les produits structurés avec protection du capital) et le Danemark ("Executive order n° 345 dd. 15 April 2011 on risk-labelling of investment products").

Afin de créer des conditions de concurrence équivalentes pour tous les produits structurés, la FSMA n'opère pas, dans son intervention, de distinction selon que le produit structuré prend la forme d'un OPC, d'un instrument de placement, d'un contrat d'assurance de la branche 23 ou d'un dépôt.

La FSMA examine également les actions à entreprendre pour d'autres produits financiers, en vue de protéger les intérêts du consommateur.

### 3. Un processus en trois étapes

Le moratoire volontaire sur les produits structurés particulièrement complexes constitue la première étape du processus visant à renforcer la traçabilité des produits d'investissement de détail structurés.

Dans une deuxième phase, la FSMA organisera une consultation ouverte au cours de laquelle toutes les parties intéressées pourront faire part de leur point de vue sur un nouveau régime visant à encadrer la commercialisation de produits structurés destinés aux investisseurs de détail. Cette consultation débutera probablement avant les vacances parlementaires.

Se fondant sur les résultats de la consultation, la FSMA édictera, dans une troisième phase, un règlement décrétant la mise en œuvre du nouveau régime.

La FSMA souhaite, par ce processus en trois étapes, mettre en place un marché plus simple et plus transparent, quelle que soit la forme des produits offerts. Cette démarche permettra au consommateur d'avoir une meilleure vision des choses au moment d'opérer un choix. Elle aura également pour effet d'augmenter la comparabilité des différents produits et de stimuler la concurrence. La confiance placée dans les établissements financiers et dans le bon fonctionnement des marchés financiers s'en trouvera renforcée.

Pendant la période du moratoire volontaire, il est demandé aux distributeurs de produits structurés de s'engager volontairement à ne pas commercialiser, auprès des investisseurs de détail, des produits structurés qui sont considérés comme "particulièrement complexes" sur la base des critères fixés par la FSMA. Cette demande est motivée par la nécessité de faire preuve, pendant la période de consultation et de préparation du règlement, d'une certaine retenue afin de permettre une discussion sereine sur le nouveau régime visant à encadrer la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail. Le moratoire n'a aucun impact sur l'appréciation du respect du cadre réglementaire applicable à la relation entre le distributeur et le consommateur pour des produits qui ont été commercialisés dans le passé.

Enfin, la FSMA souligne que le moratoire porte sur certains produits structurés, indépendamment du risque qui y est lié. Le fait que des produits ne soient pas considérés comme particulièrement complexes, ne signifie aucunement que ces produits seraient exempts de risque.

## II. Critères du moratoire

Le moratoire porte sur la commercialisation par le distributeur de produits structurés qui sont jugés particulièrement complexes pour les investisseurs de détail.

### 1. "sur la commercialisation"

Par "commercialisation", il y a lieu d'entendre la présentation d'un produit financier par différentes voies (publicité, démarchage, placement, conseil ...) <sup>3</sup> en vue d'inciter un client à l'accepter.

### 2. "par le distributeur"

Par "distributeur", il y a lieu d'entendre tout établissement de crédit, entreprise d'investissement, entreprise d'assurances, intermédiaire en services bancaires et en services d'investissement, intermédiaire d'assurances ou société de gestion d'organismes de placement collectif, qui assure la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail. La demande d'adhésion volontaire au moratoire est également adressée à l'émetteur qui se charge lui-même de la commercialisation.

Si un distributeur adhère volontairement au moratoire, l'engagement qu'il prend s'applique à tous les produits structurés qu'il commercialise, quelle que soit leur forme juridique. Si un groupe dispose de différents canaux de distribution (banque, assurances, gestion d'actifs) qui sont actifs en Belgique, l'adhésion doit valoir pour l'ensemble des canaux de distribution qui font partie du groupe, afin d'éviter des confusions dans l'esprit du public.

Le distributeur peut choisir de ne pas appliquer le moratoire à l'égard des investisseurs de détail dont les dépôts et les instruments financiers auprès du distributeur constituent, au moment de la commercialisation, un patrimoine mobilier d'un montant supérieur à 500.000 EUR. Cet *opt out* s'appliquera uniquement à la partie du patrimoine excédant 500.000 EUR. Il ne porte pas préjudice au cadre réglementaire existant.

La commercialisation de produits sous *opt out* auprès des investisseurs de détail précités ne peut s'effectuer qu'à la condition que les supports commerciaux soient adressés uniquement à ces investisseurs de détail et que ces supports commerciaux, ainsi que le formulaire de souscription, mentionnent de manière bien visible la phrase suivante : "Ce produit structuré est considéré comme particulièrement complexe pour les investisseurs de détail, à la lumière du moratoire de la FSMA sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes".

### 3. "de produits structurés"

Par "produit structuré", il y a lieu d'entendre un produit d'investissement (instrument de placement, part émise par un OPC, contrat d'assurance ou dépôt) qui comporte un ou plusieurs dérivés et dont le remboursement ou le rendement dépend, selon une formule établie, de l'évolution d'une ou de plusieurs valeurs sous-jacentes.

Entrent dans cette définition, entre autres :

- les produits indexés sur des paniers d'actions ;
- les produits dont la composante dérivés est liée à un indice ;

---

<sup>3</sup> La gestion de portefeuille discrétionnaire ne tombe pas dans le champ d'application du moratoire, étant donné que cette activité ne comporte pas de commercialisation au sens du point 1.

- les produits autocallables ;
- les reverse convertibles sur actions ou indices.

En vertu de cette définition, ne sont pas qualifiés de produits structurés, entre autres :

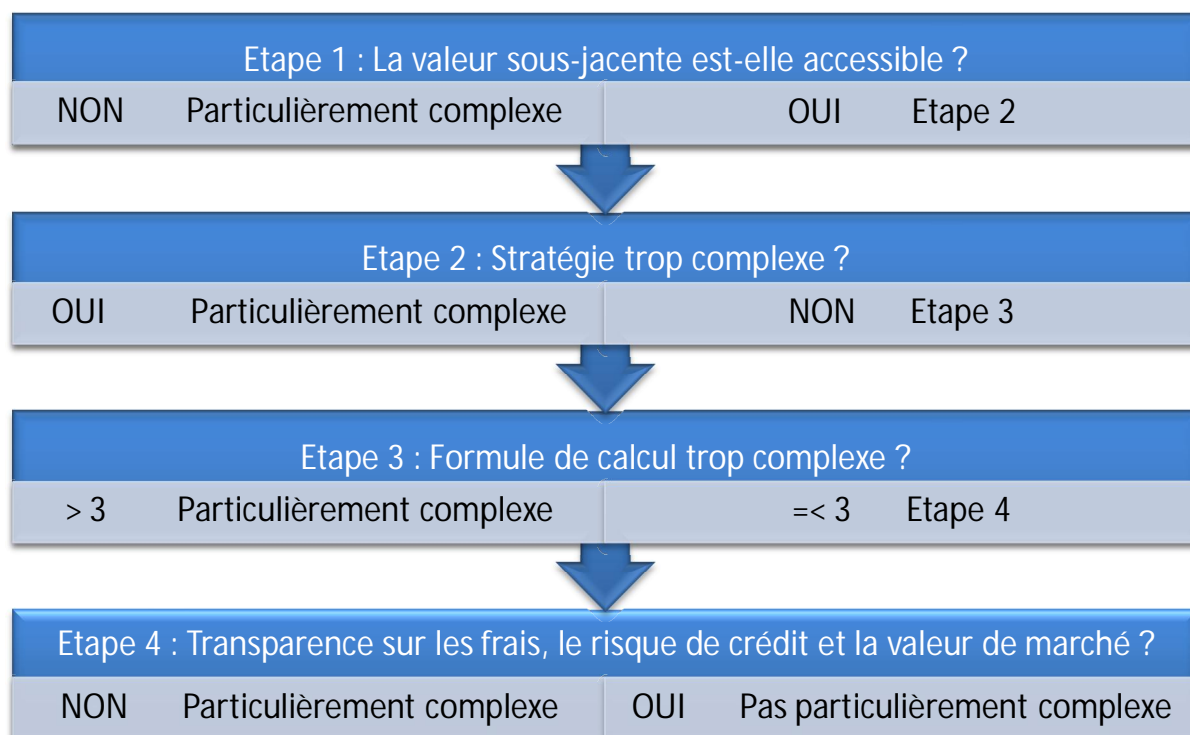
- les actions ;
- les obligations subordonnées ou non, les obligations convertibles et les obligations avec warrant ;
- les produits gérés collectivement dont le portefeuille sous-jacent ne repose pas sur la combinaison d'une composante dérivés et (généralement) d'une composante épargne<sup>4</sup> ;
- les contrats d'assurance de la branche 21 ;
- les comptes à terme, à condition que le rendement ne dépende pas de l'évolution d'une valeur sous-jacente ;
- les bons de caisse et les obligations ordinaires
- les certificats immobiliers.

#### 4. "qui sont jugés particulièrement complexes"

Un produit structuré est, pour l'application du moratoire, qualifié de particulièrement complexe pour les investisseurs de détail s'il ne passe pas avec succès le test des quatre critères présentés ci-dessous. Dès le moment où il ne satisfait pas à un critère, le produit est considéré comme particulièrement complexe.

---

<sup>4</sup> Ces produits peuvent prendre la forme, par exemple, d'un OPC, d'un contrat d'assurance de la branche 23, d'un fonds d'épargne-pension ou d'une assurance pension.



#### 4.1. Quand la valeur sous-jacente de la composante dérivés est-elle accessible ?

Pour l'application du moratoire, la valeur sous-jacente est considérée comme accessible si l'investisseur de détail peut observer les données de marché concernées ou les caractéristiques spécifiques (de la combinaison) des valeurs sous-jacentes par le biais des canaux usuels (Internet, presse écrite). Cela vaut notamment pour les valeurs sous-jacentes suivantes :

- les instruments de placement admis à la négociation sur un marché réglementé ou, dans le cas des pays hors Union européenne, sur un marché équivalent ;
- les indices de titres qui bénéficient d'une notoriété, d'un track record et d'une transparence suffisants et qui ont valeur de benchmark (par exemple, le BEL20, le CAC40, le DJ Eurostoxx50) ;
- les OPC qui sont inscrits sur les listes visées aux articles 31 et 129 de la loi du 20 juillet 2004, ou les OPCVM ;
- les taux d'intérêt ;
- l'indice d'inflation ;
- le cours de change d'une monnaie.

Une sélection sur mesure d'actions individuelles ou un indice maison peuvent également être considérés comme accessibles pour l'application du moratoire si (conditions cumulatives) :

- la sélection ou l'indice maison est suffisamment diversifié<sup>5</sup> ;
- la sélection ou l'indice maison est composé sur la base de fondements économiques et dans l'intérêt du client ;
- les supports commerciaux utilisés lors de la commercialisation fournissent des informations sur la composition et les fondements économiques de la sélection et, s'agissant des indices maison, sur la composition, la politique d'investissement et la fréquence de repondération, et
- pendant la durée de vie du produit, des informations sont fournies sur le site web du distributeur<sup>6</sup> concernant la composition de la sélection ou de l'indice maison, soit en cas de modification d'une action de la sélection, soit au moins tous les trois mois en ce qui concerne l'indice maison.

Ne sont pas, pour l'application du moratoire, considérés comme accessibles, entre autres :

- les credit default swaps ;
- les indices ou les sélections sur mesure d'actions qui ne satisfont pas aux exigences précitées ;
- les (indices sur) matières premières, à l'exception de l'or ;
- les contrats aléatoires, tels que des life settlements ;
- les instruments de placement qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé ou, dans le cas des pays hors Union européenne, sur un marché équivalent, sauf les parts précitées d'organismes de placement collectif ;
- les actifs qui ne sont pas susceptibles de faire l'objet d'une commercialisation directe en Belgique, comme les hedge funds.

Les distributeurs qui ont adhéré au moratoire et qui souhaitent commercialiser un produit structuré ayant pour sous-jacent une valeur qui ne figure pas dans l'énumération des valeurs accessibles ou non accessibles, sont invités à prendre contact préalablement avec les services de la FSMA.

#### 4.2. Quand la stratégie de la composante dérivés est-elle trop complexe ?

Pour l'application du moratoire, chacune des stratégies suivantes est considérée comme trop complexe en raison de la difficulté d'apprécier la valeur offerte par le produit :

- si la commercialisation s'effectue au moyen d'un teaser ; est notamment considéré comme teaser un revenu fixe qui n'est pas applicable pendant toute la durée de vie du produit, sauf s'il s'agit de produits sur taux d'intérêt. La stratégie des produits sur taux d'intérêt

---

<sup>5</sup> Cf. les exigences énoncées aux articles 34 et suivants de l'arrêté royal du 4 mars 2005. Cela signifie concrètement que 16 actions au moins doivent y figurer.

<sup>6</sup> Si le distributeur ne dispose pas d'un site web, les informations peuvent être publiées sur le site web de l'émetteur.

prévoyant un revenu fixe pendant la moitié au moins de la durée de vie du produit n'est pas considérée comme trop complexe ;

- si l'investisseur peut subir une perte en capital à la suite d'une baisse de la valeur sous-jacente, sans pouvoir participer au moins dans la même mesure à la hausse de la valeur sous-jacente ;
- si une modification mineure au niveau de l'évolution de la valeur sous-jacente peut avoir un impact disproportionné sur le remboursement du capital ou sur le paiement du rendement (par exemple, stratégie basée sur une option digitale<sup>7</sup> ou des options à barrière<sup>8</sup>).
- si le produit est commercialisé comme un produit avec protection du capital, tandis que la protection de capital dont est assorti ce produit, est conditionnelle<sup>9</sup>.

#### 4.3. Quand la formule de calcul est-elle trop complexe ?

La FSMA estime qu'aux fins du moratoire, la formule de calcul ne devrait pas comporter plus de trois mécanismes. La liste des mécanismes pris en considération pour l'application de ce critère est jointe en annexe.

Le principe de base consiste à tenir compte de tous les mécanismes qui impliquent un calcul portant sur la performance de la valeur sous-jacente, à l'exception toutefois des mécanismes qui prévoient un rendement minimum ou qui limitent la volatilité de la valeur sous-jacente (floor, cliquet et valeur d'observation sur la base des performances moyennes). La FSMA considère que ces derniers ont une valeur ajoutée concrète pour le client.

#### 4.4. Quand la transparence sur les frais, le risque de crédit et la valeur de marché est-elle insuffisante ?

- si le distributeur, dans le cadre de la commercialisation, ne fournit pas en toute transparence, dans les supports commerciaux, des informations sur tous les frais qui sont inclus dans le prix de souscription (par exemple, les frais de structuration) ou qui sont facturés en sus du prix de souscription. Il est recommandé de présenter la totalité des frais inclus dans le prix de souscription sous la forme d'un pourcentage du prix de souscription qui correspond à la différence entre, d'une part, le prix de souscription et, d'autre part, la valeur de la composante épargne et de la composante dérivés ;
- si le produit n'est pas commercialisé sous le nom de l'émetteur ou si le nom du produit fait référence (implicitement) au distributeur ;
- si, après la commercialisation, la valeur de marché du produit n'est pas publiée sur le site web du distributeur au moins tous les trois mois<sup>10</sup> et si le distributeur n'informe pas les

---

<sup>7</sup> Une option qui donne droit à un revenu fixe ou ne donne droit à aucun revenu.

<sup>8</sup> Une option dont la valeur évolue en fonction de l'atteinte ou non d'un niveau préétabli de l'actif sous-jacent. Si ce niveau est atteint, l'option peut commencer à exister (option knock-in) ou cesser d'exister (option knock-out).

<sup>9</sup> Un produit ne peut être commercialisé comme un produit avec protection partielle du capital que si cette protection porte sur au moins 90 % du capital.



titulaires du produit de toute modification importante du profil de risque ou de la valeur du produit (par exemple, l'abaissement de la notation). Le distributeur s'engage, au moment de la commercialisation, à communiquer ces informations.

#### 5. "pour les investisseurs de détail"

Les investisseurs de détail sont des investisseurs qui ne sont pas considérés comme des clients professionnels au sens de l'article 2, alinéa 1<sup>er</sup>, 28<sup>o</sup>, de la loi du 2 août 2002 (ceux-ci incluant, par exemple, les établissements de crédit, les entreprises d'assurances, les fonds de pension). Il s'agit principalement des investisseurs particuliers qui résident en Belgique.

Comme indiqué au point 2, un distributeur peut, à certaines conditions, appliquer un *opt out* à l'égard des investisseurs de détail qui, au moment de la commercialisation, disposent auprès du distributeur de dépôts et d'instruments financiers constituant un patrimoine mobilier d'un montant supérieur à 500.000 EUR.

#### 6. Engagements supplémentaires

Les distributeurs qui adhèrent volontairement au moratoire et qui, en vertu de la réglementation, ne sont pas obligés de soumettre à l'approbation de la FSMA les supports commerciaux portant sur des produits structurés, sont invités à transmettre cette documentation à la FSMA, préalablement à la commercialisation des produits, afin de lui permettre de contrôler le respect du moratoire.

Les distributeurs s'engagent à veiller à ce que l'information fournie dans les supports commerciaux soit suffisante et compréhensible pour le groupe auquel le distributeur s'adresse<sup>11</sup>.

Enfin, les distributeurs qui adhèrent volontairement au moratoire, s'engagent à communiquer à la FSMA la valeur de la composante dérivés et de la composante épargne du produit, préalablement à la commercialisation de celui-ci.

#### 7. Publication de l'adhésion au moratoire

La FSMA publiera sur son site web la liste des établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurances, intermédiaires en services bancaires et en services d'investissement, intermédiaires d'assurances et sociétés de gestion d'organismes de placement collectif qui ont adhéré volontairement au moratoire.

En cas d'adhésion volontaire d'un groupe au moratoire, toutes les entités juridiques concernées disposant d'un canal de vente seront mentionnées individuellement sur cette liste.

Les distributeurs qui ont adhéré au moratoire, sont libres d'en faire mention dans les supports commerciaux utilisés pour la commercialisation de produits structurés après l'entrée en vigueur du moratoire, en insérant le texte suivant :

---

<sup>10</sup> Si le distributeur ne dispose pas d'un site web, les informations peuvent être publiées sur le site web de l'émetteur.

<sup>11</sup> Voir l'article 8, § 2, alinéa 3, de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers, ainsi que l'article 15, § 3, de l'arrêté royal du 22 février 1991 portant règlement général relatif au contrôle des entreprises d'assurances.

"[Nom du distributeur] a adhéré volontairement au moratoire sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes auprès des investisseurs de détail, tel que proposé par la FSMA. Ceci ne comporte en rien une appréciation du caractère risqué du produit."

La FSMA demande aux distributeurs qui adhèrent volontairement au moratoire d'en respecter aussi bien l'esprit que la lettre.

#### 8. Mesures en cas de non-respect du moratoire

En cas de non-respect du moratoire, le nom du distributeur peut être retiré de la liste.

#### 9. Aspects procéduraux de l'adhésion – informations

9.1. Les établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurances et sociétés de gestion d'organismes de placement collectif qui souhaitent adhérer au moratoire, trouveront sur le site web de la FSMA un formulaire qui, sous la signature de la ou des personnes habilitées à représenter le distributeur, pourra être transmis en version PDF à [accession.moratorium@fsma.be](mailto:accession.moratorium@fsma.be).

Un groupe dont plusieurs entités disposant d'un canal de vente opèrent en Belgique, ne peut adhérer au moratoire que si toutes les entités du groupe en question y adhèrent. Le formulaire d'adhésion doit, dans ce cas, mentionner toutes les entités du groupe précitées et doit être signé par la société mère en Belgique qui contrôle ces entités.

9.2. Les modalités d'adhésion applicables aux intermédiaires en services bancaires et en services d'investissement et aux intermédiaires d'assurances seront communiquées ultérieurement, après concertation avec les associations professionnelles concernées.

9.3. Les questions portant sur le moratoire peuvent être adressées à [pro@fsma.be](mailto:pro@fsma.be). Des informations complémentaires sont disponibles sur le site [www.fsma.be](http://www.fsma.be). La FSMA publiera des Q&A apportant des réponses aux questions à portée générale.

#### 10. Entrée en vigueur

Le moratoire volontaire entre en vigueur le 1<sup>er</sup> août 2011. Il s'applique aux produits structurés dont la commercialisation débute à partir de cette date.

Veillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos sentiments distingués.

Le Président,

Jean-Paul SERVAIS

*Annexe: [Communication FSMA\\_2011\\_02-01/ Tableau des mécanismes de calcul](#)*