

---

## Rapport sectoriel relatif à la gouvernance des produits

---

La FSMA a mené une série d'inspections dans le cadre d'une *Common Supervisory Action* (ci-après « CSA<sup>1</sup> ») de l'agence européenne ESMA. Le thème de cette action de surveillance était la gouvernance des produits auprès des producteurs et des distributeurs.

Par gouvernance des produits, il y a lieu d'entendre les systèmes et processus dont les entreprises réglementées doivent disposer pour développer, valider et commercialiser des instruments financiers, ainsi que pour gérer ces instruments pendant tout leur cycle de vie.

La FSMA s'est plus précisément penchée sur la manière dont les règles en matière de gouvernance des produits prévues par la réglementation MiFID II étaient appliquées à la production et à la distribution de fonds d'investissement, de titres de créance structurés et de warrants.

Ce rapport sectoriel présente un aperçu des principales constatations, bonnes pratiques et recommandations que la FSMA a tirées de cette CSA<sup>2</sup>. Les entreprises auprès desquelles la CSA a été menée ont reçu un rapport d'inspection individuel et prennent des mesures correctrices en réponse aux constatations de la FSMA.

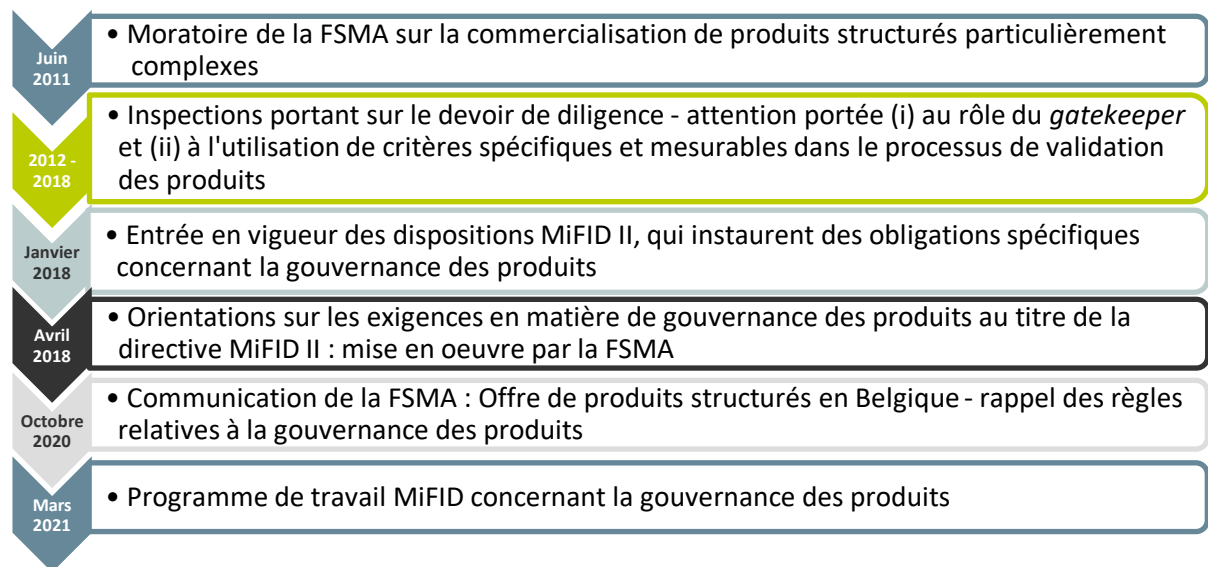
Dans ce rapport sectoriel, la FSMA accorde une attention particulière à la gouvernance des produits concernant les titres de créance structurés. Elle a en effet constaté, lors de la CSA, que c'est surtout la gouvernance des produits relevant de cette catégorie qui était susceptible d'amélioration<sup>3</sup>.

Le rapport sectoriel comporte 7 sections :

- un bref historique du contrôle et un *executive summary* (Section 1) ;
- un aperçu du cadre légal applicable (Section 2) ;
- les constatations faites pour les producteurs (Section 3), pour les distributeurs (Section 4) et pour les deux fonctions (Section 5) ;
- les bonnes pratiques identifiées par la FSMA au cours de la CSA (Section 6) ;
- les recommandations de la FSMA concernant la gouvernance des produits (Section 7).

### **1 Gouvernance des produits : ses jalons sont posés, mais certains de ses processus doivent être améliorés**

Les règles en matière de gouvernance des produits ont été officiellement introduites dans la réglementation en 2018, avec l'entrée en vigueur des dispositions MiFID II. Auparavant, la FSMA avait déjà pris un certain nombre d'initiatives concernant la manière dont les entreprises développaient et commercialisaient des produits.



Depuis juin 2011, la FSMA invite les acteurs financiers opérant sur le marché belge à adhérer au **moratoire** sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes en Belgique. Le moratoire a été mis sur pied afin de limiter la diffusion de produits structurés particulièrement complexes et de permettre aux investisseurs d'avoir une meilleure vision des frais, du risque de crédit et de la valeur de marché des produits structurés. La FSMA vérifie depuis lors en permanence si les distributeurs qui ont adhéré au moratoire s'y conforment bien et effectue des analyses de produits détaillées pour évaluer le respect du moratoire.

Depuis 2020, la FSMA constate une commercialisation croissante de produits structurés reposant sur des indices maison<sup>4</sup> associés à des filtres de sélection complexes et faisant usage de dividendes synthétiques. Il existe dès lors un risque accru que ces produits soient proposés ou recommandés à des investisseurs qui n'ont pas les connaissances suffisantes pour comprendre ces structures.

La FSMA a par ailleurs noté en 2020, à l'occasion de quelques contrôles spécifiques, que certains produits structurés étaient assortis de frais élevés et que la gouvernance de ces produits était perfectible. Elle a dès lors émis, en octobre de cette année-là, une communication rappelant les règles en matière de gouvernance des produits à respecter lors de l'offre de produits structurés en Belgique<sup>5</sup>.

Avant même l'entrée en vigueur des obligations spécifiques de gouvernance des produits prévues par la réglementation MiFID II, la FSMA contrôlait, lors de ses **inspections** portant sur le devoir de diligence, la mesure dans laquelle les entreprises disposaient de critères de sélection clairs, spécifiques et mesurables pour intégrer des instruments financiers dans leur offre de produits et assurer leur suivi. Elle vérifiait également la mesure dans laquelle un *gatekeeper* défendait les intérêts des clients au sein des comités chargés d'opérer la sélection de ces instruments.

En 2021, la FSMA a établi un programme de travail concernant la gouvernance des produits et l'a mis à la disposition des opérateurs financiers pour qu'il leur serve de guide.

Le tableau ci-dessous résume les principales constatations dégagées à l'issue des inspections menées dans le cadre de la CSA 2021. Une **couleur verte** indique un point que la FSMA juge en grande partie **sous contrôle**. Les points pour lesquels la FSMA voit encore une **marge limitée d'amélioration**, sont indiqués en **jaune**. Une couleur orange signale un point pour lequel la FSMA voit encore une **large marge de progression dans le secteur**.

EXECUTIVE SUMMARY	
<b>Constatations générales pour tous les types de produits examinés dans le cadre de la CSA</b>	
<b>Dispositifs de gouvernance des produits</b>	
	La plupart des distributeurs ont mis en place des dispositifs de gouvernance des produits qui décrivent la manière dont ils définissent le marché cible et la stratégie de distribution. Les dispositifs de gouvernance des produits ne comportent pas toujours des précisions (suffisantes) sur l'identification des besoins des clients et l'évaluation des conditions des produits, y compris des frais y afférents.
<b>Identification des besoins des clients</b>	
	Dans leur documentation relative à la sélection d'un instrument financier, les distributeurs ne justifient pas suffisamment comment cet instrument financier répond aux caractéristiques, objectifs et besoins du marché cible défini. Ils ne précisent pas, ou pas suffisamment, la raison pour laquelle l'instrument financier sert les intérêts du client.
	Les comités participant à l'approbation formelle du produit sélectionné ne sont généralement pas au courant de l'analyse des différentes propositions de produits formulées initialement par les gestionnaires de produits.
<b>Définition du marché cible et de la stratégie de distribution</b>	
	Pour définir le marché cible, les distributeurs utilisent généralement la liste des cinq catégories décrites dans les orientations de l'ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits <sup>6</sup> . Ils font à cet effet usage de l' <i>European MiFID Template</i> (EMT).
	La plupart du temps, les distributeurs reprennent le marché cible et la stratégie de distribution définis par le producteur, sans les affiner sur la base des informations concernant leurs clients. Ils ne précisent pas la raison pour laquelle un affinement n'est pas nécessaire. S'ils affinent le marché cible et/ou la stratégie de distribution, ils ne documentent pas suffisamment les éléments qualitatifs et/ou quantitatifs qui ont motivé cette décision.
	Les distributeurs demandent en général le même niveau d'information des producteurs non-MiFID que des producteurs MiFID pour définir le marché cible et la stratégie de distribution (fiche EMT).
<b>Compliance et <i>gatekeepers</i></b>	
	La fonction de compliance supervise en règle générale l'élaboration et le réexamen périodique des dispositifs de gouvernance des produits et prend généralement part aux comités internes de validation des produits.

## EXECUTIVE SUMMARY

La fonction de compliance ou un autre *gatekeeper* ne sont la plupart du temps pas, ou ne sont que de manière très limitée, impliqués dans la phase de développement/de sélection qui précède l'approbation formelle d'un instrument financier au sein du comité de validation des produits.

La documentation de la teneur du *challenge* par la fonction de compliance ou un autre *gatekeeper* est encore susceptible d'amélioration. Les procès-verbaux des comités de validation des produits ne contiennent généralement aucune trace des discussions sur le fond.

### Réexamen des produits

Les producteurs et les distributeurs effectuent, annuellement et lors d'événements spécifiques, un réexamen des produits en fonction des risques. Dans la pratique, ce réexamen n'occasionne que peu d'adaptations du marché cible ou de la stratégie de distribution.

Certains distributeurs n'effectuent pas de réexamen des produits au regard du marché cible et de la stratégie de distribution en cas de vente passive<sup>7</sup> (sans marketing actif).

### Échange d'informations

Le mode d'échange d'informations entre les producteurs et les distributeurs après le lancement d'un produit peut varier en fonction de la relation entre les deux parties (par exemple, entités au sein du même groupe ou parties tierces). La méthode utilisée pour l'échange d'informations est parfois, mais pas toujours, décrite dans un accord de distribution.

Les producteurs non-MiFID de fonds ne fournissent généralement pas d'analyses de scénario aux distributeurs.

Dans certains cas, le distributeur limite les renseignements qu'il fournit au producteur à des informations sur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif ou au sein du marché cible négatif. Certains distributeurs ne fournissent ces informations qu'à la demande spécifique du producteur.

### Constatations spécifiques pour les titres de créance structurés

#### Dispositifs de gouvernance des produits

Les producteurs de titres de créance structurés ont en général mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats en ce qui concerne la définition du marché cible et de la stratégie de distribution. Le rôle des analyses de scénario lors de la définition du marché cible et du choix des produits n'est pas toujours décrit d'une manière suffisamment claire dans les dispositifs de gouvernance des produits.

#### Identification des besoins des clients

Dans le cas de titres de créance structurés libellés en monnaies étrangères, les distributeurs ne tiennent pas suffisamment compte des perspectives d'avenir éventuelles de la monnaie dans laquelle le titre de créance structuré a été émis, ni de la question de savoir si ces perspectives sont valables pour toute la durée de vie du titre de créance structuré.

## EXECUTIVE SUMMARY

### Définition du marché cible et de la stratégie de distribution

Lors de la définition du marché cible et de la stratégie de distribution, les producteurs et les distributeurs ne tiennent pas suffisamment compte de la complexité des valeurs sous-jacentes des titres de créance structurés. Ils ne se posent pas suffisamment la question de savoir si des indices (maison) complexes, élaborés sur mesure, sont adaptés au marché cible et si le marché cible est en mesure d'estimer les caractéristiques et les risques de tels indices ainsi que leur impact sur le rendement du produit.

Pour définir le marché cible, les producteurs et les distributeurs utilisent généralement la liste des cinq catégories décrites dans les orientations de l'ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits. Ils font à cet effet usage de l'*European MiFID Template* (EMT).

### Analyse de scénario

Les producteurs de titres de créance structurés utilisent des analyses de scénario conformes aux scénarios de performances visés dans le règlement PRIIP<sup>8</sup>. Plusieurs producteurs recourent, à titre supplémentaire, à un *backtesting* portant sur une période plus longue que l'historique de cinq ans imposé par le règlement PRIIP.

Certains producteurs effectuent les analyses de scénario tardivement.

Les producteurs ne documentent pas suffisamment les conclusions qu'ils tirent des analyses de scénario. La plupart des producteurs et des distributeurs ne justifient pas la raison pour laquelle un titre de créance structuré peut être intéressant pour le marché cible, même si les analyses de scénario indiquent dans le KID PRIIP une rémunération attendue décevante ou négative pour le scénario intermédiaire.

### Justification de la structure tarifaire

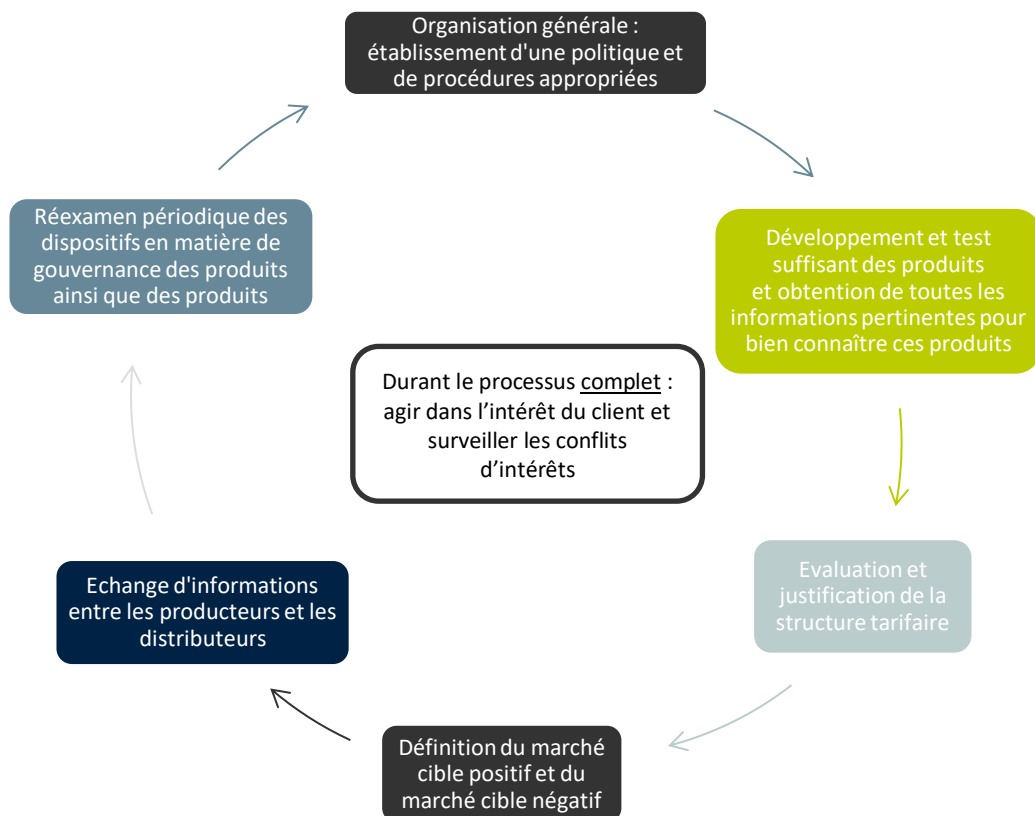
Les producteurs identifient en général correctement l'ensemble des coûts directs et indirects, conformément aux exigences PRIIP.

Les producteurs et les distributeurs ne justifient et ne documentent pas suffisamment la manière dont ils examinent la structure tarifaire au regard des besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible visé. Il en va de même pour la manière dont ils vérifient que la structure tarifaire ne compromet pas la rémunération attendue du produit. Dans un nombre limité de cas, l'entreprise n'a pas pris en compte tous les coûts, y compris les coûts de distribution au-delà de la valeur nominale, pour effectuer une évaluation.

La FSMA attend du secteur qu'il fournisse les efforts nécessaires pour disposer d'un processus de validation des produits solide qui tienne compte des constatations, des bonnes pratiques et des recommandations formulées dans le présent rapport sectoriel, tout en veillant à une identification et une gestion appropriées des conflits d'intérêts.

La FSMA met un [toolkit](#) à la disposition des entreprises, afin de les aider lors de l'organisation et de l'application concrète du processus de gouvernance des produits en ce qui concerne l'identification des besoins des clients, l'analyse de scénario et la justification des frais. Ce sont en effet surtout ces aspects qui sont susceptibles d'amélioration. Il ne s'agit toutefois pas d'une énumération exhaustive de tous les éléments qui doivent être abordés au cours du processus.

## 2 Les entreprises doivent avoir mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats. Leur offre de produits doit être compatible avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible et avec la stratégie de distribution prévue



### 2.1 Obligations incombant aux producteurs<sup>9</sup>

Les producteurs doivent disposer de procédures et de mesures garantissant que la production d'instruments financiers s'effectue conformément aux exigences en matière de gestion des conflits d'intérêts, y compris de rémunération. Ils doivent veiller à ce que la conception et les caractéristiques d'un instrument financier n'aient pas d'incidence négative sur les clients finaux ni ne nuisent à l'intégrité du marché.

Lorsqu'elles créent, développent, émettent et/ou conçoivent un instrument financier en collaboration, les entreprises doivent inscrire leurs responsabilités mutuelles dans un accord écrit.

L'organe légal d'administration doit exercer un contrôle effectif sur le processus de gouvernance des produits.

Le personnel participant à la production d'instruments financiers doit posséder l'expertise nécessaire pour comprendre les caractéristiques de ces instruments financiers et les risques qu'ils présentent.

Les producteurs doivent soumettre leurs instruments financiers à une analyse de scénario évaluant le risque que l'instrument financier donne de mauvais résultats pour les clients finaux et déterminant dans quelles circonstances ces résultats peuvent survenir<sup>10</sup>.

Les producteurs doivent identifier de manière suffisamment précise le marché cible potentiel pour chaque instrument financier. Ils doivent préciser le ou les types de clients dont les besoins, les caractéristiques et les objectifs sont compatibles avec cet instrument financier (marché cible positif). Ils doivent également identifier le ou les groupes de clients avec lesquels cet instrument financier n'est pas compatible (marché cible négatif).

Pour déterminer si un instrument financier répond aux besoins, caractéristiques et objectifs identifiés du marché cible, les producteurs doivent examiner le profil risque/rémunération de l'instrument financier et veiller à ce que l'instrument financier présente des caractéristiques qui bénéficient au client.

Les producteurs doivent examiner la structure tarifaire proposée pour l'instrument financier et notamment les aspects suivants :

- 1) si les coûts et frais sont compatibles avec les besoins, objectifs et caractéristiques du marché cible ;
- 2) si les frais ne compromettent pas la rémunération attendue de l'instrument financier ;
- 3) si la structure tarifaire est suffisamment transparente et ne camoufle pas les frais ni ne les rend trop difficiles à comprendre.

Ils doivent fournir aux distributeurs des informations sur la stratégie de distribution, le processus de validation des produits et le marché cible potentiel identifié de l'instrument financier.

Les producteurs doivent réexaminer régulièrement les instruments financiers qu'ils produisent (*product review*), en tenant compte de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour le marché cible défini. Ils réexaminent les produits avant toute nouvelle émission ou réémission s'ils ont connaissance de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour les investisseurs. Ils évaluent si les produits fonctionnent de la façon prévue. Le caractère (innovant) et la complexité du produit ont une incidence sur la fréquence de ce réexamen.

La fonction de compliance doit superviser l'élaboration et le réexamen périodique des dispositifs de gouvernance des produits afin de détecter tout risque de manquement aux obligations applicables. Elle doit veiller à ce que ses rapports adressés à l'organe légal d'administration contiennent toujours des informations sur les instruments financiers produits par l'entreprise, y compris des informations sur la stratégie de distribution.

## **2.2 Obligations incombant aux distributeurs<sup>11</sup>**

Les distributeurs doivent avoir mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats, qui garantissent que les produits et services qu'ils proposent ou recommandent sont compatibles avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible défini et que la stratégie de distribution prévue est compatible avec ce marché cible.

Ils doivent déterminer les besoins des clients : ils identifient et évaluent la situation et les besoins des clients qu'ils entendent viser d'une manière qui leur permette de garantir que les intérêts desdits clients ne seront pas compromis à la suite de pressions commerciales ou de financement.

L'organe légal d'administration doit exercer un contrôle effectif sur le processus de gouvernance des produits.

Les membres de leur personnel doivent disposer des compétences nécessaires pour comprendre les caractéristiques et les risques des produits qu'ils proposent ou recommandent et des services fournis. Ils doivent également comprendre les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible défini.

Les distributeurs doivent obtenir des producteurs relevant de la réglementation MiFID les informations nécessaires pour comprendre et connaître suffisamment les produits proposés ou recommandés. Certains producteurs ne relèvent pas de la réglementation MiFID. Les distributeurs prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir de ces producteurs des informations adéquates et fiables leur permettant de distribuer les produits conformément aux besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible.

Pour définir le marché cible et la stratégie de distribution, les distributeurs doivent utiliser les informations obtenues auprès des producteurs, ainsi que les informations concernant leurs propres clients.

Les distributeurs doivent régulièrement réexaminer les produits d'investissement qu'ils proposent ou recommandent et les services qu'ils fournissent, en tenant compte de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour le marché cible défini. Ils doivent au minimum évaluer si le produit ou service reste compatible avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible défini et si la stratégie de distribution prévue reste appropriée.

La fonction de compliance doit superviser l'élaboration et le réexamen périodique des dispositifs de gouvernance des produits afin de détecter tout risque de manquement aux obligations en matière de gouvernance des produits. Elle doit veiller à ce que ses rapports adressés à l'organe légal d'administration contiennent toujours des informations sur les produits proposés ou recommandés et sur les services fournis.

Les distributeurs doivent fournir aux producteurs des informations sur les ventes et, le cas échéant, sur leurs réexamens des produits au regard du marché cible et de la stratégie de distribution.



### **3 Constatations de la FSMA concernant la gouvernance des produits auprès des producteurs<sup>12</sup> de titres de créance structurés**

#### **3.1 Les producteurs ont mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats en ce qui concerne la définition du marché cible et de la stratégie de distribution**

La FSMA constate ce qui suit :

- Tous les producteurs de titres de créance structurés ont en général mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats en ce qui concerne la définition du marché cible et de la stratégie de distribution.
- Seul un producteur ne disposait pas d'une procédure permettant de définir le marché cible négatif et ne définissait pas non plus ce marché cible dans la pratique.
- Un des producteurs disposait uniquement d'une procédure de groupe, qui n'était toutefois pas adaptée aux particularités locales ou ne décrivait pas suffisamment les activités de l'entité belge.

#### **3.2 Les producteurs, lorsqu'ils définissent le marché cible et la stratégie de distribution, ne tiennent pas suffisamment compte des valeurs sous-jacentes des titres de créance structurés et ne documentent pas suffisamment leurs choix quant aux critères du marché cible**

La FSMA constate ce qui suit :

- Pour définir le marché cible, tous les producteurs utilisent la liste des cinq catégories décrites dans les orientations de l'ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits. Ces catégories figurent également dans l'EMT.
- La plupart des producteurs font usage de l'EMT pour définir et documenter le marché cible et la stratégie de distribution. Les éléments indiqués dans les catégories précitées du modèle EMT concernent principalement les caractéristiques du produit, telles que la complexité du produit, l'indicateur de risque PRIIP, la maturité, le principal niveau de protection, etc.
- L'EMT reste en grande partie utilisé comme une "check-list", sans autre description justifiant les choix du producteur quant aux différents critères du marché cible. En général, les producteurs étaient toutefois en mesure d'expliquer leurs choix *ex post*.
- La complexité des valeurs sous-jacentes du produit (y compris des indices maison) n'a la plupart du temps aucune ou que très peu d'incidence sur la définition du marché cible (en particulier pour la catégorie "connaissances et expérience"). Or, les producteurs utilisent de plus en plus, comme valeur sous-jacente, des indices complexes, élaborés sur mesure, qui concernent un ou plusieurs thèmes d'investissement et qui sont établis par des algorithmes au moyen de calculs mathématiques complexes sur la base de la volatilité et des dividendes. A cet égard, les producteurs ne se posent pas suffisamment la question de savoir si ces produits sont adaptés au marché cible.

### 3.3 Les producteurs effectuent une analyse de scénario, mais ne le font pas toujours en temps utile et leurs conclusions ne sont pas suffisamment documentées

La FSMA constate ce qui suit :

- Tous les producteurs de titres de créance structurés utilisent des analyses de scénario conformes aux scénarios de performances visés dans le règlement PRIIP (et repris dans le KID) :
  - pour examiner si le profil risque/rémunération est compatible avec les besoins et caractéristiques du marché cible ;
  - pour évaluer les risques de mauvais résultats pour les clients ainsi que les circonstances dans lesquelles ces résultats peuvent survenir.
- Plusieurs producteurs recourent, à titre supplémentaire, à un *backtesting* portant sur une période plus longue que l'historique de cinq ans imposé par le règlement PRIIP.
- Auprès de certains producteurs, l'analyse de scénario était davantage axée sur une analyse des conditions du produit, incluant une comparaison entre le rendement minimal et le rendement maximal, que sur la probabilité qu'un rendement déterminé soit obtenu.
- Le rôle des analyses de scénario dans la définition du marché cible n'est pas décrit d'une manière suffisamment claire dans les dispositifs de gouvernance des produits.
- Certains producteurs effectuent les analyses de scénario tardivement. Un producteur n'effectuait l'analyse de scénario qu'après avoir identifié les caractéristiques du produit et présenté le titre de créance structuré au comité de validation des produits. Dans pareil cas, l'analyse de scénario ne présente qu'une valeur ajoutée limitée.
- Les producteurs ne documentent pas suffisamment les conclusions qu'ils tirent des analyses de scénario. Ils ne justifient pas la raison pour laquelle ils veulent continuer à fabriquer un produit même si l'analyse effectuée dans le scénario intermédiaire<sup>13</sup> donne des résultats décevants ou négatifs. Ils ne démontrent donc pas suffisamment en quoi le produit répond aux besoins, caractéristiques et objectifs identifiés du marché cible.

### 3.4 Les producteurs n'examinent pas suffisamment la structure tarifaire

La FSMA constate ce qui suit :

- La plupart des producteurs disposent d'une politique et de procédures relatives à l'évaluation des titres de créance structurés qui sont conformes aux RTS PRIIP<sup>14</sup>.
- Les producteurs identifient en général correctement l'ensemble des coûts directs et indirects, conformément aux exigences PRIIP.
- Un producteur facturait, dans certains cas, une marge nettement plus élevée pour les produits à haut risque que pour les produits à faible risque, alors qu'il n'y avait aucune différence, en termes de coûts, entre les deux types de produits. Ce producteur ne justifiait pas non plus la raison pour laquelle les investisseurs prêts à supporter un risque plus élevé seraient également disposés à payer sensiblement plus pour ce risque.
- Les producteurs ne documentent pas suffisamment la manière dont ils :
  - examinent la structure tarifaire au regard des besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible visé ;

- vérifient que la structure tarifaire ne compromet pas la rémunération attendue du produit.

### **3.5 La fonction de compliance supervise les dispositifs généraux de gouvernance des produits, mais n'est pas impliquée en temps utile dans la phase de développement d'un titre de créance structuré**

La FSMA constate ce qui suit :

- La fonction de compliance est en général associée à l'élaboration et à la supervision des dispositifs de gouvernance des produits, ainsi qu'à la rédaction des accords de distribution.
- La fonction de compliance prend part aux comités internes de validation des produits.
- La fonction de compliance ou un autre *gatekeeper* ne sont la plupart du temps pas, ou ne sont que de manière très limitée, impliqués dans la phase de développement qui précède l'approbation formelle du titre de créance structuré au sein du comité de validation des produits. Des choix fondamentaux sont pourtant déjà faits au cours de la phase de développement en ce qui concerne notamment la valeur sous-jacente, la durée de vie et les coûts du produit.
- Dans certains cas, la supervision se limitait à un exercice *tick-the-box* sans examen du contenu. La documentation de la teneur du *challenge* par la fonction de compliance ou un autre *gatekeeper* est encore susceptible d'amélioration ou fait carrément défaut. Les procès-verbaux des comités de validation des produits ne reproduisent pas toujours les discussions portant sur le contenu des instruments financiers.

### **3.6 Les producteurs effectuent annuellement un réexamen des produits en fonction des risques**

La FSMA constate que les producteurs effectuent, annuellement et lors d'événements spécifiques, un réexamen des produits en fonction des risques, en se basant sur les cinq critères du marché cible décrits dans les orientations de l'ESMA. Ils se fondent notamment sur les informations qu'ils obtiennent des distributeurs concernant les ventes réalisées en dehors du marché cible positif ou au sein du marché cible négatif. Dans la pratique, ce réexamen n'occasionne que peu d'adaptations du marché cible ou de la stratégie de distribution.

## 4 Constatations de la FSMA concernant la gouvernance des produits auprès des distributeurs<sup>15</sup>

### 4.1 Les distributeurs ne documentent pas, ou pas suffisamment, l'identification des besoins des clients lors de la sélection d'instruments financiers

La FSMA constate ce qui suit :

- Certains distributeurs ne disposent pas d'une procédure décrivant la manière dont ils identifient les besoins réels des clients et prennent ceux-ci en compte lors de la sélection des instruments financiers qu'ils incluront dans leur offre.
- Plusieurs distributeurs disposent certes d'une procédure, mais ne documentent pas suffisamment la manière dont ils captent et utilisent les signaux des clients (par exemple, un besoin de produits durables ou un intérêt pour une monnaie déterminée) ou du réseau en contact avec les clients, afin de répondre concrètement aux besoins de ces derniers.
- Dans leur documentation relative à la sélection d'un instrument financier, les distributeurs ne justifient pas suffisamment comment cet instrument financier répond aux caractéristiques, objectifs et besoins du marché cible défini.
- Lors du choix fait en faveur d'un titre de créance structuré, l'échéancier des produits déjà lancés joue parfois un rôle déterminant. Dans le cas plus précisément de titres de créance structurés libellés en monnaies étrangères, les distributeurs omettaient d'effectuer une analyse démontrant, sur la base des conditions du marché en vigueur à ce moment-là, la raison pour laquelle il était dans l'intérêt du groupe cible de réinvestir des fonds à long terme dans un nouveau titre de créance structuré libellé dans la même monnaie. Les distributeurs ne tenaient donc pas suffisamment compte des perspectives d'avenir éventuelles de la monnaie dans laquelle le produit avait été émis, ni de la question de savoir si ces perspectives étaient valables pour toute la durée de vie du titre de créance structuré.
- La documentation relative à l'analyse des différentes propositions de produits émises au cours des premières étapes du processus de sélection des produits est lacunaire. Elle ne permet pas, par exemple, de vérifier quels critères les gestionnaires de produits ont utilisés dans leur décision concernant l'instrument financier à sélectionner. Les distributeurs ne précisent pas non plus suffisamment la raison pour laquelle l'instrument financier sert les intérêts du client.
- Les comités participant à l'approbation formelle du produit sélectionné ne sont généralement pas au courant de l'analyse des différentes propositions de produits formulées initialement par les gestionnaires de produits.

### 4.2 Les distributeurs disposent en général de procédures adéquates, mais affinent rarement le marché cible et la stratégie de distribution proposés par le producteur, et ne justifient pas la raison pour laquelle ils ne le font pas

La FSMA constate ce qui suit :

- La plupart des distributeurs ont mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats qui décrivent la manière dont ils définissent le marché cible et la stratégie de distribution. Pour définir le marché cible, ils utilisent les cinq catégories décrites dans les orientations de l'ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits et tiennent compte, à cet égard, des caractéristiques du produit et de son degré de complexité.

- La plupart du temps, les distributeurs reprennent le marché cible et la stratégie de distribution définis par le producteur, sans les affiner sur la base des informations concernant leurs clients. Ils ne précisent pas la raison pour laquelle un affinement n'est pas nécessaire.
- La complexité des valeurs sous-jacentes du produit (y compris des indices maison) n'a la plupart du temps aucune ou que très peu d'incidence sur la définition du marché cible (en particulier pour la catégorie "connaissances et expérience"). Or, les distributeurs utilisent de plus en plus, comme valeur sous-jacente, des indices complexes, élaborés sur mesure, qui concernent un ou plusieurs thèmes d'investissement et qui sont établis par des algorithmes au moyen de calculs mathématiques complexes sur la base de la volatilité et des dividendes. A cet égard, les distributeurs ne se posent pas suffisamment la question de savoir si ces produits sont adaptés au marché cible.
- Lorsqu'ils modifient le marché cible et/ou la stratégie de distribution proposés par le producteur, les distributeurs ne documentent pas suffisamment les éléments qualitatifs et/ou quantitatifs qui ont motivé cette décision.
- Certains distributeurs autorisent, dans des cas spécifiques, des écarts par rapport au marché cible positif, mais cela reste plutôt limité (diversification, couverture des risques (*hedging*), ...). Les entreprises ont généralement intégré dans leurs systèmes des mécanismes de blocage des restrictions au niveau de la stratégie de distribution.
- Les distributeurs demandent en général le même niveau d'information des producteurs non-MiFID que des producteurs MiFID pour définir le marché cible et la stratégie de distribution (fiche EMT).

#### **4.3 Les distributeurs n'examinent pas suffisamment si les conditions du produit, y compris les frais, sont compatibles avec les caractéristiques, besoins et objectifs du marché cible**

La FSMA constate ce qui suit :

- Les distributeurs ne sont pas suffisamment en mesure de démontrer comment les conditions du produit et, en particulier, les frais sont compatibles avec les caractéristiques, besoins et objectifs du marché cible.
- Un distributeur utilisait l'analyse de scénario PRIIP du producteur, alors que ces scénarios n'incluaient pas les coûts de distribution supplémentaires que lui-même facturait *au dessus du pair*. Ce distributeur ne vérifiait pas l'impact supplémentaire de ces coûts.
- Les distributeurs ne justifient pas la raison pour laquelle un produit sert les intérêts du client même si l'analyse de scénario effectuée dans le scénario intermédiaire donne un résultat décevant ou négatif.
- Un seul distributeur ne tenait pas compte, dans la sélection du produit, des frais de structuration.
- Un distributeur qui demandait des propositions de produits à différents producteurs faisait directement part de ses coûts de distribution considérables, sans être au courant du profil risque/rémunération du produit et sans attendre l'analyse de scénario pour pouvoir, sur cette base, estimer le niveau de frais qui serait compatible avec les caractéristiques, besoins et objectifs du marché cible.

#### **4.4 La fonction de compliance supervise les dispositifs généraux de gouvernance des produits, mais les distributeurs ne l'impliquent pas toujours en temps utile dans le processus de validation des produits**

La FSMA constate ce qui suit :

- La fonction de compliance supervise en règle générale l'élaboration et le réexamen périodique des dispositifs de gouvernance des produits et effectue des contrôles *ex post*.
- La fonction de compliance ou un autre *gatekeeper* ne sont souvent pas impliqués dans la phase de sélection de l'instrument financier qui précède l'approbation formelle par le comité concerné.
- La documentation du screening du contenu et des conclusions de la fonction de compliance ou d'un autre *gatekeeper* est encore susceptible d'amélioration. Les procès-verbaux des comités de validation des produits ne contiennent généralement aucune trace des discussions sur le fond.

#### **4.5 Les distributeurs effectuent annuellement un réexamen des produits en fonction des risques**

La FSMA constate ce qui suit :

- La plupart des distributeurs effectuent, annuellement et lors d'événements spécifiques, un réexamen des produits en fonction des risques. Ils tiennent compte, notamment, de la solvabilité de l'émetteur, des modifications du cadre réglementaire/fiscal, des plaintes, des adaptations du profil de risque de l'instrument financier ainsi que des entrées et sorties significatives. Dans la pratique, ces réexamens ne donnent pas souvent lieu à des ajustements.
- Outre les cinq critères du marché cible décrits dans les orientations de l'ESMA, les distributeurs évaluent aussi d'autres aspects du produit, tels que sa performance et, en particulier pour les fonds, sa composition et le processus d'investissement.
- Certains distributeurs n'effectuent pas de réexamen des produits au regard du marché cible et de la stratégie de distribution en cas de vente passive (sans marketing actif).

## 5 Constatations de la FSMA concernant l'obligation commune d'échange d'informations<sup>16</sup>

La FSMA constate ce qui suit :

- Les producteurs fournissent en général aux distributeurs les informations suivantes : le template EMT pour la définition du marché cible et de la stratégie de distribution, des informations générales sur les risques et la structure tarifaire des produits, ainsi que les documents légaux (KIID/KID) qui, pour les produits structurés, comportent également l'analyse de scénario.
- Les distributeurs ne reçoivent pas des producteurs des précisions qualitatives supplémentaires expliquant pourquoi le profil risque/rémunération et la structure tarifaire sont compatibles avec les caractéristiques, besoins et objectifs du marché cible potentiel défini.
- Le mode d'échange d'informations entre les producteurs et les distributeurs après le lancement d'un produit peut varier en fonction de la relation entre les deux parties (par exemple, entités au sein du même groupe ou parties tierces). La méthode utilisée pour l'échange d'informations est parfois, mais pas toujours, décrite dans un accord de distribution.
- Les distributeurs recourent également à des fournisseurs de données (*dataproviders*) externes pour obtenir des informations sur les produits. Ils effectuent dans ce cas des contrôles aléatoires de la qualité des informations disponibles.
- L'échange d'informations reste dans certains cas limité aux informations sur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif ou au sein du marché cible négatif. Certains distributeurs n'échangent ces informations qu'à la demande spécifique du producteur.
- Une communication sur les réexamens de produits qui ont été effectués n'a généralement lieu que si ces réexamens ont donné lieu à des constats importants.
- L'échange d'informations s'effectue par différents canaux (e-mail, réunions périodiques, rapport écrit, etc.).
- Les producteurs non-MiFID de fonds ne fournissent généralement pas d'analyses de scénario aux distributeurs.

## 6 La FSMA constate de bonnes pratiques concernant la gouvernance des produits

La FSMA constate les bonnes pratiques suivantes :

- Les producteurs et les distributeurs ont mis en place des dispositifs de gouvernance des produits adéquats concernant la définition du marché cible et de la stratégie de distribution, en tenant compte des cinq catégories décrites dans les orientations de l'ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits.
- Les producteurs utilisent la méthodologie PRIIP pour effectuer des analyses de scénario. Quelques producteurs réalisent des *backtestings* supplémentaires avec un historique plus long.
- Les distributeurs tiennent compte du risque de change<sup>17</sup> lors de la détermination du marché cible pour les produits structurés qui sont émis dans une monnaie autre que l'euro.
- Certains distributeurs établissent, dans leurs accords de distribution conclus avec les producteurs, des règles claires et détaillées sur l'ampleur des informations à échanger et les moyens de communication à utiliser à cet effet.
- Les distributeurs de fonds requièrent des producteurs non-MiFID le même niveau d'information que celui qu'ils demandent aux producteurs MiFID. Ils ne sont pas disposés à distribuer un fonds s'ils ne reçoivent pas toutes les informations nécessaires pour se conformer à leurs obligations en matière de gouvernance des produits.
- Les ventes réalisées en dehors du marché cible positif sont plutôt limitées, voire dans certaines entreprises interdites. Les distributeurs ont intégré dans leurs systèmes des mécanismes de blocage visant à faire en sorte qu'ils respectent toujours la stratégie de distribution. Seul un distributeur a instauré, comme objectif commercial à atteindre par ses agents liés, la règle selon laquelle 95 % au moins des transactions de vente réalisées dans le cadre de conseils en investissement doivent s'effectuer au sein du marché cible réel positif.



## 7 La FSMA émet des recommandations concernant la gouvernance des produits

En ce qui concerne la gouvernance des produits, la FSMA formule les recommandations suivantes et rappelle un certain nombre d'exigences légales :

- Les producteurs et les distributeurs doivent veiller à ce que leurs **dispositifs en matière de gouvernance des produits** prévoient une description claire de toutes les étapes du processus de gouvernance des produits, appliqué à leur propre organisation (incluant l'identification des besoins des clients et la justification de la structure tarifaire). **L'intérêt du client** doit à cet égard occuper une **place centrale**.
- Les distributeurs devraient définir et documenter suffisamment **l'identification des besoins des clients** pour démontrer que l'instrument financier **répond à un besoin réel des clients** et n'est pas dicté uniquement par des intérêts financiers. Lors du choix d'un instrument financier, les distributeurs pourraient tout d'abord vérifier s'il n'existe pas d'autres produits moins complexes, moins risqués, moins onéreux ou plus liquides<sup>18</sup>.
- Dans le cas de **produits structurés libellés en monnaies étrangères**, les distributeurs devraient **tenir compte**, pour identifier l'intérêt du client, **des perspectives des monnaies étrangères** en prenant en considération la période de détention recommandée du produit.
- S'agissant des titres de créance structurés, les producteurs et les distributeurs devraient **tenir compte, lors de la définition du marché cible et de la stratégie de distribution, de la complexité des valeurs sous-jacentes**. Citons, à titre d'exemple, les indices maison complexes, élaborés sur mesure, qui concernent un ou plusieurs thèmes d'investissement et qui sont établis par des algorithmes au moyen de calculs mathématiques complexes sur la base de la volatilité et des dividendes. De telles valeurs sous-jacentes **accroissent sensiblement le risque que des investisseurs ne comprennent pas, ou pas suffisamment, ces structures**. Les producteurs et les distributeurs devraient **y accorder une attention suffisante lors de la définition du marché cible et lors de la vérification des connaissances du client** dans le cadre de l'évaluation du caractère approprié ou adéquat. Ils devraient ainsi limiter le marché cible pour les valeurs sous-jacentes complexes (y compris les indices maison) aux investisseurs disposant de connaissances financières élevées, dits "*advanced investors*" dans l'EMT.
- Les producteurs devraient informer leurs distributeurs de la raison pour laquelle ils estiment que le produit est compatible avec les besoins, objectifs et caractéristiques du marché cible. Ils devraient à cet égard tenir compte en particulier de la structure tarifaire du produit.
- Les distributeurs devraient clairement **documenter la raison pour laquelle ils s'écartent ou non du marché cible potentiel** (positif et négatif) **et de la stratégie de distribution définis par le producteur** (affinement). S'ils s'en écartent, ils devraient préciser les éléments qualitatifs et/ou quantitatifs qui ont motivé cette décision.
- Les producteurs devraient **effectuer leurs analyses de scénario à un stade suffisamment précoce** et devraient **mieux documenter les conclusions** qu'ils tirent **de leurs analyses de scénario**. Ces analyses contribuent en effet à étayer le processus de gouvernance des produits de manière plus objective et fondée. Il convient en outre que ces **analyses de scénario intègrent tous les frais**, y compris les coûts de distribution au-delà de la valeur nominale.
- Lorsque les **analyses de scénario** donnent des **résultats décevants ou négatifs** dans le scénario intermédiaire, les producteurs devraient en **examiner la cause** de manière plus approfondie (en se penchant, par exemple, sur l'historique de la valeur sous-jacente, sur les frais, etc.) s'ils souhaitent malgré tout continuer à fabriquer cet instrument financier. Ils devraient au moins

**expliquer pourquoi** ils estiment que le **produit sert toujours les intérêts** des clients, compte tenu des besoins, caractéristiques et objectifs identifiés du marché cible défini. **Les distributeurs devraient eux aussi en tenir compte** dans leur évaluation préalable à la décision d'intégrer le produit ou non dans leur offre de produits et devraient documenter leur analyse.

- Les producteurs devraient pouvoir **justifier les frais afférents aux titres de créance structurés** d'une manière cohérente et homogène **tant sur le plan quantitatif que sur le plan qualitatif**.

Une justification quantitative peut **démontrer que les frais du produit ne compromettent pas la rémunération attendue** et que la rémunération attendue après prélèvement des frais **est acceptable** pour le marché cible. Cela peut se faire au moyen d'un calcul statistique - effectué de manière professionnelle - de la rémunération attendue, qui montre l'impact de tous les frais compris dans la valeur nominale et de ceux facturés en sus de celle-ci. Cette analyse statistique peut démontrer que le titre de créance a une **probabilité raisonnable** (par exemple plus de 50 % de chance) :

1. de donner lieu à une rémunération attendue positive ; et
2. de procurer un rendement supérieur à celui, après prélèvement des frais, d'un titre de créance à revenu fixe de même durée, libellé dans la même monnaie et émis par le même émetteur ou un émetteur présentant un profil de risque comparable (benchmark).

Les **données d'entrée** utilisées pour l'analyse statistique **peuvent être tant des données historiques** (cf. méthodologie PRIIP) **que des données prospectives**. S'il est fait usage de données simulées dans le passé, il convient d'être **particulièrement attentif à ce que la simulation prenne en compte toutes les caractéristiques du produit**. Il est de bonne pratique d'établir la rémunération nette attendue en procédant à une analyse basée sur des données d'entrée prospectives.

S'il s'agit d'un produit sans protection complète du capital, le benchmark peut être adapté en fonction du risque supplémentaire.

**Si le test quantitatif** résultant d'une analyse statistique opérée avec des données historiques **s'avère négatif**, il convient d'étayer **la raison pour laquelle** l'entreprise **souhaite** éventuellement **continuer malgré tout à travailler avec ce produit**, en tenant compte notamment des perspectives d'avenir de la valeur sous-jacente.

Les revenus attendus selon l'analyse statistique ne justifient pas la facturation de frais déraisonnablement élevés.

Une justification qualitative supplémentaire peut assurer que les **frais restent raisonnables et sont compatibles avec les besoins et objectifs du marché cible**. Ce test qualitatif pourrait démontrer que :

1. les frais de développement et de distribution du produit ne diffèrent pas sensiblement de ceux d'un titre de créance à revenu fixe de même durée et libellé dans la même monnaie (un *corporate bond* par exemple), sauf en ce qui concerne les aspects découlant des caractéristiques spécifiques du titre de créance structuré, tandis que les aspects impliquant des frais plus élevés peuvent être justifiés à l'aide d'éléments concrets ; et
2. les frais facturés par des concurrents pour des produits similaires sont comparables.

- **Lors de la sélection du produit**, les distributeurs devraient **tenir compte de tous les frais** (y compris des frais de structuration) **et du profil risque/rémunération** du produit. Pour évaluer si les frais sont compatibles avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible, les distributeurs pourraient appliquer le test qualitatif précité. S’il opère avec un producteur non-MiFID, le distributeur peut effectuer lui-même le test quantitatif précité ou demander le détail de ces activités au producteur.
- Il ressort d’une analyse interne de la FSMA que les **titres de créance structurés** qui sont plus risqués (sans droit intégral au remboursement du capital investi), qui ont une durée plus courte, qui sont émis dans une monnaie étrangère, sont en moyenne assortis (sur base annuelle) de frais relativement plus élevés. Les producteurs et les distributeurs devraient, dans le cas de ces instruments financiers, **être particulièrement attentifs à la justification** de ces frais plus élevés.
- Les producteurs et les distributeurs devraient **désigner un *gatekeeper* qui participe à l’analyse des propositions de produits** au cours des étapes précédant l’approbation formelle d’un instrument financier (dans la phase, respectivement, de développement et de sélection). Le *gatekeeper* devrait **veiller à l’intérêt des clients** et devrait **documenter** son **analyse** de manière à ce que toutes les parties prenantes pertinentes au sein du comité de validation des produits puissent la consulter. Les entreprises peuvent déterminer elles-mêmes qui remplit le rôle de *gatekeeper*, mais celui-ci devrait pouvoir exercer son rôle **avec suffisamment d’indépendance** et devrait, si nécessaire, **pouvoir aborder les problèmes** auprès des organes compétents.
- La fonction de compliance devrait **documenter de manière circonstanciée la teneur de son *challenge***. Les procès-verbaux des comités de validation des produits devraient reproduire les discussions portant sur le contenu des produits.

- 
- <sup>1</sup> Le but est que les différentes autorités de contrôle de l'Union européenne prenant part à la CSA mènent simultanément des actions de contrôle sur le même thème. L'ESMA a fixé les limites du périmètre de la CSA et la méthodologie commune à suivre dans ce cadre. Les autorités nationales restent toutefois libres de déterminer leur approche en matière de surveillance. La FSMA a choisi d'appliquer la méthodologie d'inspection qu'elle suit habituellement pour contrôler le respect des règles de conduite MiFID.
  - <sup>2</sup> L'ESMA va également publier son *Final Report* sur les exigences en matière de gouvernance des produits. Les orientations revues énoncées dans ce rapport tiendront compte, notamment, des résultats de la CSA. Le présent rapport sectoriel pourra, si nécessaire, être adapté en fonction desdites orientations.
  - <sup>3</sup> Les enseignements que la FSMA a tirés de cette CSA pour les titres de créance structurés peuvent également être pertinents pour les produits structurés qui sont commercialisés sous une autre forme, par exemple comme contrats d'assurance. La FSMA souligne qu'elle n'a pas spécifiquement examiné de contrats d'assurance dans le cadre de cette CSA et que les règles de conduite applicables à ce type de produits peuvent être légèrement différentes.
  - <sup>4</sup> En 2021, plus de la moitié des produits structurés commercialisés en Belgique avaient un indice maison pour valeur sous-jacente.
  - <sup>5</sup> Communication FSMA\_2020\_14 du 20 octobre 2020 "[Offre de produits structurés en Belgique : rappel des règles relatives à la gouvernance des produits](#)".
  - <sup>6</sup> [Orientations du 5 février 2018 sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II](#) (ESMA35-43-620). Il s'agit (a) du type de clients, (b) des connaissances et de l'expérience, (c) de la situation financière, (d) de la tolérance au risque et de la compatibilité du profil risque/rémunération du produit avec le marché cible et (e) des objectifs et besoins des clients.
  - <sup>7</sup> Exécution d'ordres avec ou sans test du caractère approprié à la demande exclusive du client, sans aucun marketing actif.
  - <sup>8</sup> Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, ci-après "le règlement PRIIP".
  - <sup>9</sup> Les entreprises qui produisent des instruments financiers, ce qui englobe la création, le développement, l'émission et/ou la conception de tels instruments.
  - <sup>10</sup> L'article 22, § 10, de l'arrêté royal du 19 décembre 2017, dit "AR Exécution MiFID", décrit un certain nombre de situations négatives dont les entreprises devraient au moins évaluer les conséquences sur les instruments financiers.
  - <sup>11</sup> Les entreprises d'investissement qui proposent ou vendent des instruments et services financiers.
  - <sup>12</sup> Les constatations figurant dans cette section sont celles faites au moment des inspections. Toutes les entreprises ont entre-temps élaboré un plan de redressement.
  - <sup>13</sup> Le scénario intermédiaire correspond à la valeur du produit au 50e centile. Il s'agit, en d'autres termes, de la valeur à laquelle les rendements simulés étaient, à concurrence de 50 %, inférieurs et, à concurrence de 50 %, supérieurs.
  - <sup>14</sup> Annexe VI, Partie 1, points 36-46 du règlement délégué (UE) 2017/653 de la Commission du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents, ci-après "les RTS PRIIP".
  - <sup>15</sup> Les constatations figurant dans cette section sont celles faites au moment des inspections. Toutes les entreprises ont entre-temps élaboré un plan de redressement.
  - <sup>16</sup> Les constatations figurant dans cette section sont celles faites au moment des inspections. Toutes les entreprises ont entre-temps élaboré un plan de redressement.
  - <sup>17</sup> Le risque de change n'est pas inclus dans l'indicateur de risque PRIIP et le producteur ne le reprend en général pas dans son évaluation du marché cible.

---

<sup>18</sup> [Opinion ESMA on good practices for product governance arrangements for structured retail products](#), paragraphe 24.