

FSMA_2023_23 du 3/10/2023

Etude des coûts des titres de créance structurés

Résumé/Objectifs:

Le « Retail Investment Strategy Package » de la Commission Européenne, publiée le 24 mai 2023, met notamment en avant l'importance qui est accordée, au niveau européen, aux coûts des produits d'investissement et de l'impact que ceux-ci peuvent avoir sur la « Value for Money » des produits. La FSMA porte également une attention particulière à ce sujet, afin d'éviter que des produits présentant des coûts élevés non-justifiables ne soient offerts à des clients de détail. C'est dans ce cadre que l'initiative a été prise d'entreprendre une analyse des coûts des titres de créance structurés.

La FSMA a étudié les coûts des titres de créance structurés offerts au public en Belgique en utilisant comme mesure le « Reduction in yield » (RIY). L'analyse a été effectuée sur base de 806 titres de créance structurés offerts au public en Belgique entre le 1er janvier 2018 et le 31 décembre 2022, et dont le KID a été notifié à la FSMA.

La FSMA a constaté que les coûts sont en moyenne restés relativement stables entre 2018 et mi-2022, avec une légère tendance baissière qui s'est inversée vers la fin de l'année 2022, alors que les taux d'intérêt remontaient.

Le RIY moyen des 806 produits étudiés était de 0,72% tandis la moitié des produits ont eu un RIY entre 0,48% et 0,94%. L'étude a également mis en évidence que les coûts varient de manière importante en fonction du distributeur.

L'analyse des différents facteurs déterminant le RIY montre que les coûts ont été en moyenne relativement plus élevés pour les titres de créance structurés qui :

- sont plus risqués et n'offrent pas de droit au remboursement de 100% du capital à l'échéance ;
- ont une maturité plus courte ;
- sont libellés en devises étrangères ;
- ont un indice maison ou benchmark comme sous-jacent.

Ces constatations n'ont cependant pas été observées dans la même proportion pour tout le secteur.

Lors de la conception d'un produit (qui inclut la détermination des coûts), émerge un conflit d'intérêt entre l'émetteur et/ou le distributeur, dont l'objectif est de dégager les marges les plus importantes possibles, et le client de détail, qui cherche à investir dans un produit proposant les meilleures conditions possibles. Afin de s'assurer que l'intérêt du client soit préservé dans ce cadre, la FSMA est d'opinion que la détermination des caractéristiques d'un produit ne devraient en principe pas être influencée par la marge que l'émetteur et/ou le distributeur peut dégager sur un titre de créance structuré et que le prix payé pour le risque supplémentaire pris par l'investisseur

devrait être entièrement consacré à la structuration d'un pay-off d'autant plus intéressant.

La FSMA continuera à veiller, lors de la distribution d'un produit structuré, à ce que les coûts inhérents aux produits structurés restent à un niveau tel que les intérêts des clients soient correctement pris en compte dans le cadre du product governance process. Lors de ses prochains contrôles, la FSMA attachera une attention particulière aux émetteurs et distributeurs commercialisant des titres de créance structurés ayant des coûts se démarquant du marché.

1. Le « Retail Investment Strategy Package» de la Commission Européenne soulève la problématique des coûts trop élevés des produits financiers, ce qui diminue leur « Value for Money »

La Commission Européenne a publié le 24 mai 2023 ses différentes propositions relatives à son initiative « Retail Investment Strategy Package». Dans le cadre de ces travaux, la Commission Européenne a identifié quatre problématiques majeures qui nuisent au consommateur et à la possibilité pour celui-ci de bénéficier des opportunités d'investissements offertes par le marché des capitaux. Un des constats révèle que certains produits d'investissement destinés aux clients de détail incorporent des coûts trop élevés qui ne peuvent être justifiés et / ou n'offrent pas une « Value for Money » suffisante à l'investisseur. La Commission Européenne propose dès lors de renforcer les règles de gouvernance des produits, en introduisant l'obligation pour les producteurs et les distributeurs d'identifier et de quantifier les coûts relatifs à chaque produit et de justifier que celui-ci offre une « Value for Money » pour le marché-cible, en comparant ses coûts et ses performances à un benchmark représentatif du marché en termes de coûts et performances. Les produits dont les coûts et performances s'écarteraient du benchmark et dès lors sous-performeraient le marché ne devraient pas être offerts, à défaut de quoi les producteurs / distributeurs auraient à justifier leur choix d'offrir le produit malgré tout.

Les propositions du «Retail Investment Strategy Package» montrent l'importance qui est accordée au niveau européen à la problématique des coûts et à l'impact que ceux-ci peuvent avoir sur la « Value for Money » d'un produit.

Pour la FSMA, les coûts des produits d'investissement sont également un sujet de préoccupation important, notamment dans le cadre de l'évaluation de la « Value for Money » d'un produit. La FSMA juge qu'il est nécessaire que ceux-ci fassent l'objet d'une attention particulière afin d'éviter que des produits présentant des coûts élevés non-justifiables ne soient offerts à des clients de détail. La FSMA a déjà, à l'occasion de la publication de son communiqué de presse « La FSMA lance 20 projets pour l'avenir » fait part de l'importance qu'elle accorde à ce sujet, à travers la présentation de sa 5^{ème} thématique « Des produits financiers et d'assurance simples et transparents en termes de frais ».

C'est dans ce cadre que l'initiative a été prise d'entreprendre une analyse des coûts des titres de créance structurés afin de connaître les différentes pratiques de marché et les différentes tendances qui peuvent être observées dans ce marché et de présenter les conclusions qui peuvent en être tirées.

2. Product governance pour les titres de créance structurés : la base est mise en place, mais la justification de la structure tarifaire peut encore être améliorée

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.

La FSMA a par ailleurs noté en 2020, à l'occasion de 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 Belgique¹.

En juillet 2022 la FSMA a résumé ses principales constatations dégagées à l'issue des inspections menées dans le cadre d'une Common Supervisory Action. Les producteurs et les distributeurs de titres de créance structurés 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 a formulé des recommandations concernant ces points.

En complément à cette approche « bottom up », la FSMA formule maintenant un nombre de recommandations aux producteurs et distributeurs de titres de créance structurés en matière de product governance basées sur la présente étude.

L'analyse de données de la présente étude repose sur le RIY standardisé tel que repris dans le PRIIP KID de 806 notes structurés

La FSMA développe de plus en plus de moyens de contrôle axés sur les données. Depuis l'entrée en vigueur du 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 « règlement PRIIPs ») en janvier 2018, les initiateurs² de titres de créance structurés doivent établir un document d'informations clés (Key Information Document ou « KID » en anglais) qui doit être remis aux investisseurs qui envisagent un investissement dans un tel produit. L'article 37sexies de la loi du 2 août 2002 prévoit que les KID établis dans le cadre du règlement PRIIPs, à l'exception de certains cas, doivent être préalablement notifiés à la FSMA. Les KID de titres de créance structurés commercialisés en offre au public ne tombent pas dans ces exemptions et doivent donc être notifiés à la FSMA.

¹ Communication FSMA_2020_14 du 20 octobre 2020 "Offre de produits structurés en Belgique : rappel des règles relatives à la gouvernance des produits".

² Le règlement PRIIPs définit l'initiateur comme toute entité qui élabore un produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance, ou qui y apporte une modification.

Le KID contient une section dédiée aux coûts, qui se compose (entre autres) de 2 tableaux. Ces tableaux reprennent un indicateur de coûts qui utilise la méthodologie de réduction des rendements (Reduction in Yield ou « RIY »). Cette méthodologie consiste à calculer la différence entre le rendement du produit sans prendre en compte les différents coûts qui y sont liés et le rendement du produit en les prenant en compte. Il s'agit donc de la « perte » de rendement due aux coûts. Cet indicateur est standardisé et contient l'ensemble des coûts liés aux produits pour autant qu'ils soient connus de l'initiateur. A noter que les éventuels coûts de change qui seront d'application pour des produits libellés en devise étrangère et lorsque l'investisseur ne dispose pas de liquidités dans la devise en question, ne sont pas repris dans le calcul du RIY.

Le RIY est une mesure annualisée : il indique la perte de rendement due aux coûts par an. Dû à ses caractéristiques intrinsèques, le RIY offre la possibilité d'effectuer une étude qui compare les coûts entre les différents produits et les différents émetteurs et distributeurs. L'ESMA s'est également fondée sur le RIY pour analyser les coûts des titres de créances structurés commercialisés à travers les différents Etats Membres³.

Entre le 1^{er} janvier 2018 et le 31 décembre 2022, 806 KID relatifs à des titres de créance structurés offerts au public ont été notifiés à la FSMA. Les RIY (à maturité) mentionnés dans ces KID sont à la base de la présente étude.

Depuis l'entrée en vigueur du règlement PRIIPs, la FSMA a constaté qu'il existait différentes pratiques de marché quant à l'inclusion ou non des coûts de distribution chargés au client, au-delà de la valeur nominale du produit dans le calcul du RIY. Ces différentes pratiques ont amené la FSMA à apporter les corrections nécessaires afin d'obtenir une harmonisation des données au travers des différents distributeurs et émetteurs pour cette étude. Plus concrètement, dans le cas où les coûts de distribution au-dessus du pair n'étaient pas inclus dans le calcul du RIY, la FSMA a recalculé le RIY afin de prendre en compte leur impact sur le RIY.

Une bonne pratiques consiste à intégrer tous les coûts dans le calcul du RIY afin de respecter l'esprit du texte du règlement PRIIPs qui a pour objectif de mettre à disposition de l'investisseur un indicateur de coût exhaustif et comparable.

Afin de pouvoir identifier les tendances du marché dans le domaine des coûts et de déterminer quelles caractéristiques influencent de manière significative les coûts, la FSMA a analysé le lien entre les coûts des titres de créance structurés (calculés selon la méthodologie PRIIPs) et les caractéristiques suivantes des produits :

- droit au remboursement de 100% du capital à l'échéance ;
- durée ;
- devise ;
- émetteur ;
- distributeur ;
- sous-jacent.

³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1677_asr_performance_and_costs_of_eu_retail_investment_products.pdf

Les moyennes de coûts reprises dans cette étude sont pondérées par le nombre de produits et non par le volume émis. Dès lors, les acteurs les plus actifs sur le marché en termes de nombre d'émissions sont davantage représentés, bien qu'il existe des écarts importants au niveau du volume émis par produit. Parmi les 20 émetteurs et les 13 distributeurs qui ont lancé des titres de créance structurés sur le marché belge durant la période concernée, l'acteur le plus actif en tant que distributeur et émetteur a proposé un peu plus d'un quart des produits (212 produits), tandis que certains distributeurs ou émetteurs n'ont parfois proposé qu'un seul produit sur cette période.

3. Constatations découlant des caractéristiques du marché global

a. La moyenne du RIY se situait à 0,72%, mais on constate une tendance à la hausse à la fin de l'année 2022

La FSMA constate ce qui suit :

- les investisseurs ont, durant la période étudiée, payé des coûts très différents en fonction du produit structuré choisi, avec un RIY allant de 0,02% à 2%. Le RIY moyen des 806 produits étudiés était de **0,72%**. Cette moyenne est proche de la médiane observée (0,69%). La moitié des produits ont eu un RIY entre 0,48% et 0,94% tandis qu'un RIY égal ou supérieur à 1,16% a été constaté pour un dixième des produits étudiés ;
- des valeurs extrêmes (supérieures au double de la moyenne) ont été relevées pour un nombre limité de produits. On remarque que ces valeurs extrêmes concernaient plus particulièrement deux distributeurs et/ou des produits à durée particulièrement courte. Il a été également constaté que certains émetteurs moins actifs sur le marché belge appliquent des coûts qui sont significativement plus élevés que la moyenne ;
- sur l'ensemble de la période allant de 2018 à mi-2022, qui a été caractérisée par des taux bas persistants, on peut constater **en moyenne une légère tendance à la baisse des coûts**. La FSMA a cependant constaté un renversement de cette tendance au second semestre de l'année 2022, période qui coïncide avec un contexte économique de remontée des taux. Ce nouveau contexte économique donne aux acteurs du marché l'opportunité d'offrir des titres de créance structurés ayant un potentiel de rendement au moins aussi important que dans le passé récent, tout en permettant également de dégager des marges plus importantes.

La dispersion des valeurs de RIY semble indiquer qu'il existe peut-être certaines caractéristiques qui font sensiblement varier les coûts d'un produit à l'autre. Cette étude a cherché à identifier les caractéristiques qui peuvent influencer de manière significative les coûts.

b. Variabilité des coûts plus importante en fonction du distributeur qu'en fonction de l'émetteur

La FSMA constate ce qui suit :

- un distributeur s'est démarqué largement de la moyenne du marché en affichant un RIY moyen fortement supérieur (1,10%). Le distributeur le moins cher s'est lui aussi démarqué de la moyenne (0,43%). Ces écarts de coûts s'observent également, mais dans une moindre mesure, entre les émetteurs. L'émetteur ayant les coûts les plus élevés a eu en moyenne un RIY de 0,96%. Certains émetteurs moins actifs en Belgique appliquent des coûts qui sont significativement plus élevés que la moyenne ;

- on observe également que certains distributeurs ont recours à des émetteurs externes, c'est-à-dire ne faisant pas partie du même groupe financier, pour proposer des produits structurés à leur clientèle. D'autres distribuent exclusivement les produits émis par une entité appartenant au même groupe financier. Les titres de créance ont tendance à comporter des coûts plus élevés dans le premier cas.

Ces écarts de coûts relativement importants entre distributeurs (ou émetteurs) peuvent poser la question de l'efficacité de la concurrence entre les acteurs du marché. Dans le contexte actuel belge, il semble peu probable qu'un investisseur compare l'ensemble de l'offre de produits structurés avant de prendre sa décision d'achat. Au contraire, celui-ci ne sera sans doute client qu'auprès d'un nombre limité de distributeurs et n'aura, en règle générale, facilement accès qu'aux produits offerts par ces distributeurs. **De son côté, afin d'encourager les investisseurs à évaluer les coûts des produits structurés, la FSMA a publié une communication reprenant les résultats de cette étude à l'intention des investisseurs particuliers.**

4. Constatations découlant des caractéristiques spécifiques des produits

a. Certains distributeurs appliquent des coûts plus importants pour des produits sans protection ou avec une protection partielle du capital

La FSMA constate ce qui suit :

- parmi les 806 produits analysés, les deux tiers offraient un droit au remboursement intégral du capital (ou plus) à l'échéance, alors que ceux avec droit au remboursement partiel (supérieur à 0% et inférieur à 100%) en représentaient un cinquième. Les 86 produits sans aucune protection de capital ont été exclusivement distribués par 5 distributeurs, dont un est surreprésenté avec plus de la moitié des produits ;
- on peut constater qu'en moyenne, moins le droit au remboursement du capital était élevé, plus élevé était le RIY. Ainsi, les produits qui :
 - offraient un remboursement minimum de 100 % ont eu en moyenne un RIY de 0,70 % ;
 - n'offraient aucun droit au remboursement du capital ou un droit au remboursement du capital inférieur à 100% ont été 7bps plus chers, soit un RIY moyen de 0,77%.

Comme cette constatation n'est pas observée pour tous les distributeurs/émetteurs, elle doit être nuancée. Une analyse de la corrélation entre le niveau de droit au remboursement du capital et le niveau des coûts par distributeur permet de mettre en évidence une disparité importante: pour un nombre limité de distributeurs, il apparaît clairement que le niveau de droit au remboursement du capital a une influence importante sur le niveau de coûts, alors que pour d'autres distributeurs, cette corrélation est moins marquée.

Pour les produits sans protection totale du capital, les émetteurs disposent d'une plus ample marge de structuration, étant donné qu'une partie moins importante (ou nulle) du montant souscrit par l'investisseur devait être utilisée pour permettre le remboursement partiel (ou nul) du capital à maturité. Le montant rendu ainsi disponible aurait pu, ou bien être investi dans des dérivés afin de générer un potentiel de rendement plus important pour l'investisseur, ou bien être retenu par le distributeur et / ou l'émetteur au titre de marge. La présente étude semble mettre évidence que la seconde option a été davantage privilégiée par un nombre limité de distributeurs ces 5 dernières années.

b. Les produits à maturité courte ont des coûts plus importants

La FSMA constate ce qui suit :

- durant les 5 dernières années, les émetteurs et distributeurs ont proposé majoritairement des produits à moyen ou long terme, entre 6 et 10 ans ;
- le RIY moyen diminuait avec l'allongement de la maturité. Il était de 0,89 % pour les produits à 5 ans, de 0,76 % à 6 ans et de 0,60 % à 10 ans ;
- la corrélation entre la durée du produit et le niveau de coûts est d'autant plus marquée quand l'analyse est réalisée par distributeur.

Tel qu'on peut s'y attendre, l'amortissement des coûts uniques supportés par le distributeur et/ou l'émetteur (par exemple les frais de marketing, les frais réglementaires ou les frais de mise en place de la structure du produit) sur une période plus longue semble être à l'origine d'une diminution du RIY pour des produits ayant des maturités plus longues.

D'autre part, à l'instar des titres de créance structurés dont le droit au remboursement du capital à l'échéance est inférieur à 100%, une durée plus longue du produit permet de créer un produit avec une composante épargne plus faible, ce qui offre la possibilité à l'émetteur et/ou au distributeur de facturer des coûts plus importants, tout en conservant un potentiel de rendement inchangé.

Différentes pratiques de marché observées par rapport aux coûts appliqués en cas de revente avant l'échéance

La FSMA constate que des pratiques de marché différentes quant à la manière dont les coûts de distribution sont appliqués en cas de revente avant l'échéance. Certains distributeurs appliquent des coûts de distribution qui seront payés par l'investisseur à la souscription du produit, mais qui ne seront pas remboursés au pro rata de la durée restante si l'investisseur revend le produit avant l'échéance (coûts dits « upfront »). Les autres distributeurs chargent des coûts de distribution qui sont dits « récurrents » et qui permettent à l'investisseur de récupérer la partie des coûts de distribution correspondant à la durée du produit restante en cas de revente avant l'échéance.

Le choix du distributeur de ne pas rembourser au pro rata n'est en aucun cas à l'avantage du client et pénalisera celui-ci s'il souhaite revendre le produit avant l'échéance. De plus, les données analysées dans le cadre de cette étude ne permettent pas de conclure que les produits avec des coûts de distribution non remboursables sont moins chers que les produits avec des coûts de distribution dits « récurrents ». La FSMA n'exclut pas que l'absence de remboursement des coûts soit une stratégie pour augmenter la marge du distributeur, sans que l'intérêt de l'investisseur ne soit pris en compte.

c. Des coûts plus importants pour les produits en devise

La FSMA constate que :

- durant les 5 dernières années, la grande majorité des titres de créance structurés (80%) ont été émis en euros, 15% ont été émis en dollars américains et un peu moins de 4% en couronnes norvégiennes ;
- les titres de créance structurés émis en devises, en grande majorité en couronnes norvégiennes et en dollars américains, ont comporté des coûts plus importants que les produits émis en euros ;

- une émission en devise étrangère pour lesquels les taux d'intérêt sont plus élevés que pour l'euro⁴ permet aux émetteurs de disposer d'un montant plus important pour le dérivé, ce qui leur donnerait l'opportunité de dégager une marge plus importante sur le produit tout en proposant un pay-off identique.

d. Coûts moins élevés pour les produits de taux

La FSMA constate que :

- entre 2018 et 2022, le type de sous-jacent le plus récurrent a été l'indice maison⁵, avec plus de 40% des produits émis sur la période. Les autres types de sous-jacents les plus utilisés ont été les indices benchmark et les taux d'intérêt ;
- les produits ayant un taux d'intérêt comme sous-jacent ont eu en moyenne des coûts moins élevés que les autres produits. Cependant, pour les produits de taux un droit au remboursement à 100 % du capital à l'échéance était systématiquement proposé. Pour ces produits, il est donc difficile de déterminer si le niveau des coûts est déterminé par la protection de capital ou par le sous-jacent ;
- la différence entre le niveau des coûts des produits sur indice et des produits de taux pourrait en partie être expliquée par les « license fees » des indices.

5. Approche de contrôle de la FSMA et recommandations

Lors de la conception d'un produit (qui inclut la détermination des coûts) émerge un conflit d'intérêt entre l'émetteur et/ou le distributeur, dont l'objectif est de dégager les marges les plus importantes possibles, et le client de détail, qui cherche à investir dans un produit proposant les meilleures conditions possibles.

Ainsi, dans le cadre du product governance process, la FSMA continuera à veiller, lors de la distribution d'un produit structuré, à ce que les coûts inhérents aux produits structurés restent à un niveau tel que les intérêts des clients soient correctement pris en compte.

L'augmentation des taux ou l'amélioration des conditions de marché doivent être utilisées au profit du client, en offrant un pay-off d'autant plus intéressant, tandis que la marge de l'émetteur et du distributeur doit rester stable.

Sur la base des constatations de la présente étude, la FSMA recommande que :

- **l'absence de protection du capital à l'échéance ne soit pas utilisée pour dégager une marge plus importante sur les produits pour le distributeur ou l'émetteur mais serve à offrir un potentiel de rendement plus important à l'investisseur ;**

⁴ Les taux d'intérêt en devises ont été sur la période étudiée plus élevés que ceux applicables en euro. Par conséquent, la valeur de la composante épargne des titres de créance structurés émis en devises était inférieure à celle des produits émis en euros.

⁵ Pour rappel, il s'agit d'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 (par exemple) de la volatilité et des dividendes des actions les composant.

- **la décision du distributeur de ne pas rembourser les coûts au pro rata en cas de revente avant l'échéance fasse l'objet d'une justification dans le cadre du processus de gouvernance du produit ;**
- **le distributeur/l'émetteur s'assure que les coûts ne soient pas plus élevés pour des produits émis dans une devise dont les taux sont plus élevés que l'euro.**

6. Conclusion

La protection partielle du capital, l'émission dans une devise étrangère ou la durée plus longue augmente le risque lié au titre de créance structuré. Ce risque supplémentaire donne l'opportunité à l'émetteur et/ou au distributeur soit de proposer un potentiel de rendement plus important à l'investisseur, soit de dégager une marge plus importante pour un potentiel de rendement équivalent. Dans le cadre de ce conflit d'intérêt entre l'émetteur/distributeur et l'investisseur, il s'agit de s'assurer que l'intérêt de ce dernier soit préservé.

La FSMA recommande aux émetteurs et distributeurs à s'assurer que le risque supplémentaire pris par l'investisseur soit entièrement consacré à la structuration d'un potentiel de rendement plus important.

De plus, la FSMA tient à indiquer au secteur que lors de la conception d'un produit, l'intérêt du client doit primer et l'augmentation des taux ou l'amélioration des conditions de marché devrait amener les émetteurs et distributeurs à proposer des titres de créance structurés ayant un potentiel de rendement plus important.

Enfin, la réglementation Mifid impose que les distributeurs et producteurs s'assurent que les coûts soient compatibles avec les caractéristiques, besoins et objectifs du marché cible. La justification des coûts a été également mise en évidence dans la présentation de la « Retail Investment Strategy Package » de la Commission Européenne qui y indique que les titres de créance structurés qui ont des coûts élevés non justifiés n'offrent pas toujours une « Value for Money » pour l'investisseur. Des marges dégagées par l'émetteur/le distributeur qui dépendent de certaines caractéristiques du produit iraient à l'encontre de ce principe si celles-ci ne sont pas justifiées sur base d'autres éléments. Les distributeurs et les producteurs devraient, pour les titres de créance possédant une ou plusieurs de ces caractéristiques, être particulièrement attentifs à la justification de ces coûts plus élevés.

<<<>>>