

---

FSMA\_2017\_04 du 30/01/2017

## Position de la FSMA concernant l'application des règles belges en matière de clauses abusives à certaines clauses utilisées dans le cadre de l'offre d'instruments de placement

---

### **Champ d'application:**

La présente Position est émise à l'intention des entreprises qui proposent des instruments de placement aux consommateurs sur le territoire belge.

### **Résumé/Objectifs:**

La présente Position comprend une série de recommandations et d'interprétations de la FSMA concernant la portée des dispositions en matière de clauses abusives, qui font partie du livre VI "Pratiques du marché et protection du consommateur" du Code de droit économique ("CDE"), et leur application à la relation contractuelle entre les émetteurs d'instruments de placement et les investisseurs qui, en tant que consommateurs au sens du CDE, peuvent souscrire ces instruments de placement.

### **Structure:**

1. Introduction
  2. Recommandations en cas d'offres publiques en Belgique
  3. Position sur l'application des règles belges en matière de clauses abusives
- 

## **1. Introduction**

- La présente Position comprend une série de recommandations et d'interprétations de la FSMA concernant la portée des dispositions en matière de clauses abusives et leur application à la relation contractuelle entre les émetteurs d'instruments de placement et les investisseurs qui, en tant que consommateurs au sens du CDE, peuvent souscrire ces instruments de placement.

Ces dispositions en matière de clauses abusives s'appliquent en effet aussi aux "services financiers" tels que définis à l'article I.8, 18°, du CDE. Cette notion large englobe également les instruments de placement. Le législateur n'a pas opéré, à cet égard, de distinction en fonction du type d'instruments de placement.

- Cette Position est principalement basée sur l'expérience acquise par la FSMA dans le cadre de son contrôle *a priori* des informations fournies lors d'offres publiques d'instruments de placement. Les interprétations qui y sont exposées n'en sont pas moins pertinentes pour les offres d'instruments de placement non publiques (ou pour les offres publiques d'instruments de placement qui ne sont pas soumises au contrôle de la FSMA) si des consommateurs (au sens du CDE) peuvent souscrire ces instruments.
- La pratique de contrôle susvisée a fait apparaître qu'un certain nombre de clauses qui figurent régulièrement dans les "Terms and Conditions" de *notes* structurées, tels que reproduits dans les prospectus utilisés dans le cadre d'offres publiques sur le territoire belge, peuvent poser problème au regard des dispositions en matière de clauses abusives, en particulier des "clauses noires" énumérées par le législateur à l'article VI.83 du CDE. Les clauses noires reprises dans la liste figurant à l'article VI.83 du CDE, dite "liste noire", sont en tout cas abusives et, partant, interdites.

Etant donné que les *notes* structurées sont des produits à échéance fixe, leur analyse s'effectue à la lumière des clauses noires qui s'appliquent aux contrats à durée déterminée. Il s'agit principalement :

- des clauses qui autorisent l'émetteur à modifier unilatéralement des caractéristiques essentielles d'un contrat – article VI.83, 4°, du CDE ;
- des clauses qui autorisent l'émetteur à mettre fin unilatéralement à un contrat à durée déterminée, sans dédommagement pour le consommateur – article VI.83, 10°, du CDE ;
- des clauses qui prévoient la possibilité de cession du contrat – article VI.83, 31°, du CDE.

L'appréciation des clauses contractuelles, qui s'opère en premier lieu sur la base de la liste noire, est complétée par une vérification au regard de la "norme générale" énoncée à l'article I.8, 22°, du CDE. Conformément à cette norme générale, il est important de déterminer si la clause en question crée ou non un "déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur". D'un côté, le fait qu'une clause ne soit pas interdite au vu de la liste noire ne signifie pas automatiquement que cette clause soit autorisée à la lumière de la norme générale. En effet, les clauses qui ne relèvent pas au sens strict de l'une des dispositions de la liste noire peuvent quand même être jugées abusives au regard de la norme générale. D'un autre côté, la norme générale est également utilisée comme fil conducteur pour interpréter la signification des clauses noires à l'égard des instruments de placement examinés. Eu égard à la nature et à la particularité de certains de ces instruments de placement, les dispositions de la liste noire (énonçant les clauses en tout cas abusives) ne sont en effet pas toujours applicables sans plus aux clauses contractuelles figurant dans les "Terms and Conditions".

- Les *notes* structurées sont à considérer comme des instruments de placement dont le prix dépend des fluctuations du marché financier. C'est pourquoi les clauses noires énoncées à l'article VI.83, 3° (l'augmentation du prix ou la modification des conditions de manière discrétionnaire, au détriment du consommateur) et 5° (la fixation ou modification unilatérale du délai de livraison d'un produit) du CDE ne sont pas, en vertu de l'article 5, § 2, de l'arrêté royal du 23 mars 2014<sup>1</sup>, applicables à ces *notes*.

Les recommandations et interprétations formulées dans la présente Position sont également pertinentes pour les titres de créance non structurés qui donnent droit, à la date d'échéance, au paiement de la valeur nominale (par exemple, les *plain vanilla bonds*, les *senior notes*). Ces instruments de placement doivent également être considérés comme des produits à échéance fixe dont le prix dépend des fluctuations du marché financier. Lorsqu'une recommandation ou interprétation s'applique spécifiquement à ce type d'instruments de placement, il en est fait mention explicite. L'objectif poursuivi est d'appliquer avec cohérence les dispositions légales qui valent sans distinction pour tous les instruments de placement à durée déterminée.

Bien que les instruments de placement à durée indéterminée (par exemple, les produits financiers dérivés tels que les CFD, etc.) ne soient pas directement visés par le présent document, certaines recommandations et interprétations, en particulier celles relatives à la notion de force majeure, s'y appliquent également *mutatis mutandis*.

- Conçue comme un document dynamique, la présente Position peut, à terme, être affinée et complétée afin de tenir compte de nouvelles évolutions, visions et questions concernant l'application des dispositions en matière de clauses abusives et, si cela est jugé opportun par la FSMA, être étendue à d'autres types de produits financiers.

Comme ce document ne comporte que des recommandations et interprétations de la FSMA, il ne constitue pas un document d'ordre réglementaire. Ces recommandations et interprétations sont adoptées sans préjudice du pouvoir ultime des cours et tribunaux d'apprécier le caractère (non) abusif de ces clauses contractuelles.

Même s'il est vrai que les dispositions en matière de clauses abusives s'appliquent aux instruments de placement depuis que le livre VI a été inséré dans le CDE par la loi du 21 décembre 2013 et que cette Position contient uniquement des recommandations et interprétations, la FSMA tiendra compte du fait que ces dernières ne pouvaient pas encore être prises en considération avant la publication de cette Position.

---

<sup>1</sup> Arrêté royal visant à prendre des dispositions particulières et à déroger à l'application de certaines dispositions du livre VI du Code de droit économique pour certaines catégories de services financiers.

## 2. La FSMA recommande :

- lorsque l'offre est effectuée sur la base d'un prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre de l'EEE (un prospectus dit "passeporté") :
  - si ce prospectus passeporté est un prospectus de base, de déclarer explicitement non applicables, dans les **conditions définitives** de l'offre publique en Belgique, les clauses abusives qu'il contient ; à cette fin, il est recommandé aux émetteurs de prévoir cette option dans le prospectus de base passeporté ;
  - si, en dépit de l'interdiction de le faire, d'éventuelles clauses abusives sont reprises dans les "Terms and Conditions" qui font partie du prospectus passeporté, de veiller dans la **publicité** (ou dans tout autre document ou avis) se rapportant à une offre publique effectuée en Belgique qui s'adresse (également ou exclusivement) aux consommateurs et qui émane de l'émetteur ou d'un distributeur agissant avec l'accord de l'émetteur ou en collaboration avec ce dernier :
    - à insérer une déclaration affirmant que l'émetteur s'engage à respecter les dispositions du CDE, notamment celles relatives aux clauses abusives ; si la publicité émane d'un distributeur, il y a lieu de reprendre cet engagement de l'émetteur, avec son accord, dans la publicité en question ;
    - à identifier ces clauses abusives et à ajouter dans la déclaration précitée que celles-ci ne sont dès lors pas d'application.
- dans un souci de **lisibilité**, de faire figurer (i) dans le résumé du prospectus (de base) et (ii) dans le chapitre relatif aux dispositions contractuelles applicables (les "Terms and Conditions") du prospectus (de base) un aperçu clair et compréhensible des droits des deux parties et de leurs modalités d'exécution, de manière à ce que le consommateur soit en mesure de comprendre la portée des conditions et d'estimer les conséquences économiques des clauses.

## 3. Position de la FSMA concernant :

### La situation de force majeure

- a. Il ne peut être question d'une situation de **force majeure** que dans le cas d'une impossibilité insurmontable, pour l'une des parties, d'exécuter ses obligations, sans que cela soit imputable à cette partie.

Selon la FSMA peuvent, par exemple, être considérées comme des situations de force majeure, à condition qu'elles rendent définitivement impossible le maintien de l'instrument de placement, les situations dues aux problèmes de maintien du sous-jacent à la suite de la faillite de l'émetteur du sous-jacent ou d'une ou plusieurs

de ses composantes, à la suite d'une circonstance rendant illégal (comme dans le cas d'un événement dit "illegality", "change in law", "nationalisation" ou "regulatory action") le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes ou rendant inaccessibles (comme dans le cas d'un événement dit "reporting disruption") les informations nécessaires relatives au sous-jacent ou à une ou plusieurs de ses composantes, ou encore à la suite d'un changement au niveau de la politique d'investissement ou d'autres modifications similaires (comme dans le cas d'un événement dit "strategy breach", "fund modification", "index modification" ou "index disruption") concernant le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes.

En revanche, les situations qui rendent plus onéreux ou plus difficile (mais pas définitivement impossible) le maintien du produit dans des circonstances similaires, pour quelque raison (interne ou externe) que ce soit, ainsi que les événements et risques inhérents à l'activité de l'émetteur qui consiste à développer des produits, ne peuvent pas, selon la FSMA, être considérés comme des cas de force majeure.

N'entrent donc pas en ligne de compte, selon la FSMA, comme situations de force majeure celles qui résultent des événements suivants (liste non exhaustive) :

- une modification du régime fiscal entraînant un surcoût pour l'émetteur (événement dit "tax event") ;
- une majoration des frais liés au maintien de l'instrument de couverture (événement dit "increased cost of hedging") ;
- une diminution du volume des *notes* en circulation (événement dit "clean-up") ;
- une baisse sensible de la valeur du sous-jacent (événement dit "stop-loss").

- b. Une **force majeure** empêche l'émetteur d'exécuter ses obligations et constitue, selon le droit commun, **une raison légitime pour l'émetteur de mettre fin unilatéralement au contrat et de procéder ainsi à un remboursement anticipé du produit à la valeur de marché**, même en l'absence d'une clause prévoyant explicitement ce droit.

Une clause par laquelle l'émetteur se réserve explicitement le droit, en cas de force majeure, de rembourser anticipativement l'instrument de placement (à durée déterminée ou indéterminée) à concurrence d'un montant correspondant au moins à la valeur de marché<sup>2</sup> de l'instrument à ce moment-là, n'est dès lors pas interdite par la liste noire (article VI.83, 10° et 11° du CDE), ni par la norme générale.

---

<sup>2</sup> Par valeur de marché (ou *fair value* / juste valeur), il y a lieu d'entendre la valeur à laquelle ou le prix auquel un actif peut être échangé ou un passif cédé entre parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normales. Sur un marché actif, les valeurs de marché sont les prix 'acheteur' et 'vendeur' observables actuels. En l'absence de prix de marché récemment observables, la valeur de marché d'un actif ou d'un passif est déterminée à l'aide d'un modèle (d'évaluation) généralement accepté.

- c. Une clause par laquelle l'émetteur se réserve le droit, en cas de force majeure, de mettre fin anticipativement au contrat sans rembourser au consommateur un montant correspondant (au moins) à la valeur de marché de l'instrument à ce moment-là, crée, en revanche, un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur et est dès lors interdite par (à tout le moins) la norme générale (article I.8, 22°, du CDE jo. article VI.82 du CDE). Une clause par laquelle l'émetteur se réserve le droit, en cas de remboursement anticipé (même) dû à une force majeure, de facturer des frais supplémentaires au consommateur, crée un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur. Une telle clause permet en effet à l'émetteur de s'enrichir en s'octroyant partiellement ce qui revient au consommateur et est dès lors interdite par la norme générale (article I.8, 22°, du CDE jo. article VI.82 du CDE). Par frais supplémentaires, l'on entend les frais autres que ceux qui sont inévitables pour pouvoir rembourser au consommateur la valeur de marché de ce qui lui (et non à l'émetteur) revient.
- d. Une force majeure empêche l'émetteur d'exécuter ses obligations. En revanche, une **force majeure n'octroie pas à l'émetteur le droit de modifier des caractéristiques essentielles du contrat**, sauf avec l'accord du consommateur ou aux conditions mentionnées ci-dessous (cf. infra points f, g et h).

**La modification unilatérale de caractéristiques essentielles de l'instrument de placement (article VI.83, 4°, du CDE).**

- e. Aux fins de l'article VI.83, 4°, du CDE, la FSMA estime que **les caractéristiques suivantes au moins revêtent un caractère essentiel pour le consommateur qui investit dans un produit structuré :**
- (i) le rendement (structure de coupon) ;
  - (ii) la valeur sous-jacente qui est déterminante pour le rendement ;
  - (iii) le remboursement ou non de l'investissement total ou partiel à la date d'échéance (cf. protection de capital inexistante, partielle ou totale) ;
  - (iv) la (contre)partie sur laquelle l'investisseur encourt un risque de crédit ;
  - (v) la durée du produit structuré.

Les clauses qui octroient à l'émetteur le droit de modifier unilatéralement ces caractéristiques essentielles de l'instrument de placement sont dès lors en principe interdites (article VI.83, 4°, du CDE – voir toutefois ci-après les points f, g et h pour les cas qui ne relèvent pas, selon la FSMA, de cette interdiction).

- f. Selon la FSMA, les clauses stipulant que des caractéristiques, même essentielles, peuvent être modifiées par une **décision de la majorité des détenteurs d'instruments de placement** (à l'instar de ce qui est prévu par le Code des sociétés

pour l'assemblée générale des porteurs d'obligations) ne sont en principe **pas interdites** par l'article VI.83, 4°, du CDE parce qu'elles ne confèrent pas à l'émetteur le droit de modifier unilatéralement les caractéristiques essentielles du produit (à moins qu'il ne ressorte des circonstances concrètes que l'émetteur s'attribue ainsi *de facto* le droit d'imposer cette décision unilatéralement).

- g. Les clauses par lesquelles l'émetteur se réserve le droit d'offrir au consommateur, **à titre d'alternative pour le remboursement anticipé à la valeur de marché** auquel l'émetteur peut procéder **en cas de force majeure**, la possibilité d'opter pour un **contrat modifié**, ne sont **pas**, selon la FSMA, **interdites** par l'article VI.83, 4°, du CDE. En effet, de telles clauses ne confèrent pas à l'émetteur le droit de modifier unilatéralement les caractéristiques essentielles du produit, mais l'autorisent uniquement à le faire avec l'accord du consommateur.
- h. La FSMA est d'avis que des **clauses par lesquelles l'émetteur se réserve le droit de modifier unilatéralement des caractéristiques essentielles** du produit **sont néanmoins admissibles à certaines conditions**.

Ces conditions clarifient l'application des règles en matière de clauses abusives aux instruments de placement en tenant compte de la nécessité, pour interpréter l'article VI.83, 4°, du CDE, de prendre en considération tant les caractéristiques intrinsèques des instruments de placement que la finalité de la législation (qui est également reflétée dans la norme générale). Ces conditions, à respecter de manière **cumulative**, s'établissent comme suit :

- (i) L'émetteur dispose de ce droit uniquement :
  - a. en cas de force majeure ; ou
  - b. lors d'un événement qui modifie significativement l'économie du contrat initialement convenue entre les parties et qui n'est pas imputable à l'émetteur, même si cet événement ne rend pas définitivement impossible l'exécution du contrat (et ne constitue donc pas un cas de force majeure).
    - ⇒ La FSMA estime que, par exemple, les problèmes de maintien du sous-jacent à la suite de la faillite de l'émetteur du sous-jacent ou d'une ou plusieurs de ses composantes, à la suite d'une circonstance rendant illégal (comme dans le cas d'un événement dit "illegality", "change in law", "nationalisation" ou "regulatory action") le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes ou rendant inaccessibles (comme dans le cas d'un événement dit "reporting disruption") les informations nécessaires relatives au sous-jacent ou à une ou plusieurs de ses composantes, ou encore à la suite d'un changement au niveau de la politique d'investissement ou d'autres modifications similaires (comme dans le cas d'un événement dit "strategy breach", "fund modification", "index modification" ou

“index disruption”) concernant le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes, sans que ces situations ne rendent définitivement impossible le maintien de l’instrument de placement, répondent à cette condition.

⇒ La FSMA estime que les événements inhérents à l’activité de l’émetteur qui consiste à développer des produits (comme les événements dits “increased cost of hedging”, “hedging disruption”, ...), ne répondent pas à cette condition. Une clause qui confère à l’émetteur le droit, dans pareils cas, de modifier unilatéralement des caractéristiques essentielles du produit, crée un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur et est dès lors interdite par la norme générale (article I.8, 22°, du CDE *jo.* article VI.82 du CDE).

(ii) La clause est rédigée de manière claire et compréhensible.

(iii) Les modalités d’exécution ne créent pas de déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur.

⇒ Cette exigence implique qu’un émetteur doit prendre toutes les mesures raisonnables et fournir tous les efforts raisonnables (obligation de moyens ; le coût plus élevé ou le caractère “commercialement déraisonnable” du maintien du produit ne constituent pas des motifs admissibles pour justifier une modification plus radicale ou une modification plus désavantageuse pour le consommateur) afin de maintenir le produit dans des circonstances similaires de façon à ce que les caractéristiques du produit, qui certes revêtent en principe un caractère essentiel pour le consommateur, ne soient modifiées que d’une manière non substantielle visant à rétablir l’économie du contrat initialement convenue.

Si, par exemple, plus aucune information sur la valeur (d’une composante) de la valeur sous-jacente d’un produit structuré n’est publiée de sorte que l’émetteur n’est plus en mesure de calculer la valeur de la *note* structurée, la faillite de l’émetteur d’une action faisant partie de l’indice sous-jacent a été prononcée ou la politique d’investissement d’un fonds sous-jacent a été modifiée, l’émetteur peut remplacer la (composante de la) valeur sous-jacente initiale par une (composante de la) valeur sous-jacente la plus similaire possible.

⇒ Compte tenu de cette exigence, la FSMA estime également que lorsque l’émetteur se réserve le droit, en cas de survenance d’un événement déterminé, de modifier une *note* structurée avec protection de capital de manière à ce que l’investisseur reçoive à l’échéance la somme de

la valeur de la composante “épargne” et de la valeur du produit dérivé inclus dans le contrat au moment de la décision de modification unilatérale, majorée d’un intérêt (ce que l’on appelle la “monétisation” ; cf. infra), cette clause n’est **pas** admissible parce qu’elle modifie de manière radicale des caractéristiques essentielles du produit. L’investisseur perd en effet la possibilité de réaliser une plus-value basée sur l’évolution future de la valeur sous-jacente (ce qui est l’une des caractéristiques essentielles du produit : cf. supra point e).

La FSMA estime néanmoins qu’une clause de “monétisation” est tout de même admissible à certaines conditions (en cas de résiliation anticipée, cf. infra point i), partie (iii)).

- (iv) Le consommateur ne se voit pas imputer de frais (tels que les coûts de règlement) pour la modification du contrat.

#### **La résiliation anticipée et unilatérale d’instruments de placement à durée déterminée (article VI.83, 10°, du CDE)**

- i. Lorsque les documents contractuels octroient à l’émetteur le droit de **mettre fin anticipativement et unilatéralement** au contrat **hormis le cas de force majeure**, l’investisseur doit se voir attribuer un droit au dédommagement, étant entendu qu’il s’agira dans ce cas d’un **dédommagement** total (tant pour la perte subie que pour le bénéfice manqué, sans qu’il soit toutefois requis que ce dédommagement constitue une “sanction” pour l’émetteur).

La FSMA est d’avis qu’une telle résiliation anticipée et unilatérale prévoyant l’octroi d’un droit au dédommagement, hormis le cas de force majeure, **n’est possible que si un certain nombre de conditions sont remplies**.

Ces conditions sont basées sur la nécessité de faire en sorte qu’une clause soit admissible au regard tant de la liste noire (et en particulier de l’article VI.83, 10°, du CDE) que de la norme générale. Ces conditions, à respecter de manière **cumulative**, s’établissent comme suit :

- (i) L’émetteur ne dispose de ce droit que dans le cas d’un événement qui modifie significativement l’économie du contrat initialement convenue entre les parties et qui n’est pas imputable à l’émetteur.

⇒ La FSMA estime que les problèmes de maintien du sous-jacent à la suite de la faillite de l’émetteur du sous-jacent ou d’une ou plusieurs de ses composantes, à la suite d’une circonstance rendant illégal (comme dans le cas d’un événement dit “illegality”, “change in law”, “nationalisation” ou “regulatory action”) le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes ou rendant inaccessibles (comme dans

le cas d'un événement dit "reporting disruption") les informations nécessaires relatives au sous-jacent ou à une ou plusieurs de ses composantes, ou encore à la suite d'un changement au niveau de la politique d'investissement (comme dans le cas d'un événement dit "strategy breach" ou "fund modification") concernant le sous-jacent ou une ou plusieurs de ses composantes, sans que ces situations ne rendent définitivement impossible le maintien de l'instrument de placement, répondent à cette condition.

- ⇒ La FSMA estime que des changements dans les circonstances externes, tels qu'une modification du régime fiscal ("tax event"), ou des événements ayant pour effet de rendre l'instrument de placement inadéquat aux fins de l'affectation initiale qui avait été clairement communiquée et à laquelle répondait une rémunération destinée au consommateur (tels qu'un "capital disqualification event" ou un "loss absorption disqualification event"), répondent à cette condition.
- ⇒ La FSMA estime que les événements inhérents à l'activité de l'émetteur qui consiste à développer des produits (comme les événements dits "increased cost of hedging", "hedging disruption", ...), ne répondent pas à cette condition. Une clause qui confère à l'émetteur le droit, dans pareils cas, de rembourser le produit anticipativement, crée un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur et est dès lors interdite par (à tout le moins) la norme générale (article I.8, 22°, du CDE *jo.* article VI.82 du CDE).
- ⇒ La FSMA estime que les situations qui confèrent à l'émetteur le droit de mettre fin au produit à son gré, telles que les clauses dites "clean-up" et "stop-loss", sont interdites parce qu'elles créent un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur.

(ii) La clause est rédigée de manière claire et compréhensible.

(iii) Les modalités d'exécution ne créent pas de déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur.

- ⇒ La FSMA estime que si, au moment de la décision de remboursement anticipé (dite l'"événement déclencheur"), le consommateur ayant investi dans une note structurée assortie d'une protection (totale ou partielle) de capital se voit rembourser le montant le plus élevé entre (i) la valeur de marché du produit (à savoir la somme de la valeur de marché de la composante "épargne" et de celle de la composante "dérivés") et (ii) la valeur nominale du montant couvert par la protection de capital (formule dite "Best-of"), l'on peut considérer

qu'il est question d'un dédommagement et qu'il n'est pas créé de déséquilibre manifeste au détriment du consommateur.

⇒ La FSMA estime que si, au moment de l'événement déclencheur, le consommateur ayant investi dans une note structurée assortie d'une protection (totale ou partielle) de capital se voit proposer le choix entre

- d'une part, le paiement à l'échéance d'un montant au moins égal au montant obtenu à l'aide de la formule exposée ci-dessous (dite de "monétisation"), qui implique le remboursement à l'échéance d'au minimum le montant couvert par la protection de capital :

$$(S + D) * (1+r)^n$$

où

S = la valeur de marché de la composante "épargne" le jour de survenance de l'événement déclencheur,

D = la valeur de marché de la composante "dérivés" le jour de survenance de l'événement déclencheur,

en tenant compte des intérêts dus mais non payés,

r = le taux d'intérêt annuel que l'entité sur laquelle le consommateur encourt le risque de crédit principal (plus de 50 %) (selon le cas l'émetteur, le garant ou toute autre partie impliquée dans la construction) offre, le jour de survenance de l'événement déclencheur, sur un titre de créance dont la durée équivaut à la durée résiduelle du produit structuré auquel il est mis fin (le "funding rate", qui correspond également au taux d'actualisation utilisé pour déterminer S), à partir de ce jour jusqu'à la date d'échéance,

n = la durée résiduelle exprimée en années.

et

- d'autre part, le remboursement anticipé du produit à sa valeur de marché (à savoir la somme de la valeur de marché de la composante "épargne" et de celle de la composante "dérivés") à ce moment-là,

la clause est non abusive à la lumière tant de l'article VI.83, 10°, du CDE (parce que le consommateur reçoit, en cas de remboursement anticipé, un dédommagement, certes sans "sanction" de l'émetteur) que de l'article VI.83, 4°, du CDE (parce que la modification résultant de la monétisation n'est pas imposée unilatéralement par l'émetteur mais est laissée au choix de l'émetteur) et, compte tenu de l'alternative offerte, ne crée pas de déséquilibre manifeste au détriment du consommateur.

- ⇒ Dans le cas de notes structurées sans protection de capital, la FSMA estime que lors du remboursement anticipé du produit à sa valeur de marché (à savoir la valeur de marché de la composante "dérivés"), les modalités d'exécution ne portent pas atteinte à l'équilibre contractuel au détriment du consommateur.
- ⇒ La FSMA estime que si, au moment de la décision de remboursement anticipé, le consommateur ayant investi dans un titre de créance non structuré qui donne droit, à la date d'échéance, au paiement de la valeur nominale (*senior debt, plain vanilla bond, ...*), se voit rembourser le montant le plus élevé entre (i) la valeur de marché du produit et (ii) la valeur nominale du titre de créance (formule dite "Best-of"), l'on peut considérer qu'il est question d'un dédommagement du consommateur, sans "sanction" de l'émetteur, et qu'il n'est pas créé de déséquilibre manifeste au détriment du consommateur.
- (iv) Le consommateur ne se voit pas imputer de frais (tels que les coûts de règlement) pour la résiliation anticipée du contrat.
- (v) L'investisseur obtient, au moment de la résiliation anticipée, un remboursement des frais payés à l'émetteur (tels que les frais de structuration), calculé prorata temporis selon la formule suivante :

Durée totale initialement prévue – durée déjà écoulée au moment du  
remboursement anticipé

-----  
Durée totale initialement prévue

**Les clauses prévoyant une possibilité de substitution de l'émetteur (article VI.83, 31°, du CDE)**

- j. Certains contrats prévoient la possibilité pour l'émetteur de laisser une autre partie se substituer à lui. En vertu de l'article VI.83, 31°, du CDE, une clause qui prévoit la possibilité de cession du contrat, lorsque cette cession est susceptible d'engendrer une diminution des garanties pour le consommateur, sans l'accord de ce dernier, est toutefois interdite. Il convient en outre de tenir compte de la norme générale.

La possibilité de substitution de l'émetteur peut être considérée comme admissible à condition que

- (a) cette substitution s'effectue à la suite d'un événement exceptionnel qui modifie significativement la situation de l'émetteur par rapport à celle prévalant au moment de la conclusion du contrat et qui est décrit de manière claire et compréhensible dans les documents contractuels ; et
- (b) les garanties pour le consommateur ne s'en trouvent pas réduites sans l'accord de ce dernier.

La *condition (a)* n'est pas remplie si l'émetteur peut, à son gré, sans que des circonstances exceptionnelles ne le justifient, désigner un autre émetteur qui se substituera à lui. Une telle possibilité illimitée pour l'émetteur de se soustraire à ses propres obligations, même s'il met un autre débiteur à sa place, crée en effet un déséquilibre manifeste entre les droits et les obligations des parties au détriment du consommateur et est dès lors interdite par (à tout le moins) la norme générale (article I.8, 22°, du CDE *jo.* article VI.82 du CDE).

La *condition (a)* peut en revanche être remplie si l'émetteur se réserve ce droit dans des cas de restructuration juridique (comme une dissolution ou liquidation, une fusion, ...) dont il (parmi d'autres) fait l'objet.

Une substitution à la suite d'événements autres que ceux visés sous la *condition (a)* n'est possible que si l'émetteur initial continue à exister et garantit de manière irrévocable et inconditionnelle le respect des obligations de paiement du nouvel émetteur.

La *condition (b)* sera remplie si, par exemple, la clause stipule que le nouvel émetteur fera partie du même groupe de sociétés que l'émetteur initial et présentera un rating à long terme au moins équivalent à celui de ce dernier au moment de la cession, et si elle prévoit en outre des garanties supplémentaires pour le consommateur, dont au minimum celles-ci :

- l'absence d'arriérés de paiement, d'indications d'arriéré de paiement imminent ou de problèmes de paiement ou de remboursement concernant le capital et les intérêts ;
- l'engagement du nouvel émetteur de préserver les investisseurs des conséquences financières négatives pour eux dues au régime fiscal et réglementaire différent auquel il serait (éventuellement) soumis et de ne pas répercuter sur les investisseurs les frais liés à la substitution de l'émetteur ;
- le fait que la garantie éventuellement accordée pour l'exécution des obligations de paiement de l'émetteur initial vis-à-vis des investisseurs s'appliquera également aux obligations de paiement du nouvel émetteur à l'égard de ces investisseurs.

#### **Les titres de créance remboursables anticipativement – “callables” et “autocallables”**

- k. Les cas de remboursement unilatéral anticipé (“callable” et “autocallable”) peuvent être considérés comme relevant de l'objet principal du contrat (autrement dit comme une “clause essentielle”) à condition que le produit soit placé comme tel sur le marché, que le droit au remboursement anticipé dans le chef de l'émetteur soit formulé de manière claire et compréhensible et qu'à ce droit corresponde une rémunération dans le chef de l'investisseur<sup>3</sup>. Cette caractéristique essentielle du produit doit également ressortir clairement des informations figurant dans “la publicité et les autres documents et avis” utilisés dans le cadre de la commercialisation de ce produit.

\* \* \*

Annexe : [FSMA 2017 04-01 / Aperçu des conditions d'admissibilité de certaines clauses](#)

---

<sup>3</sup> Voir le rapport annuel FSMA 2014, p. 138-139.