

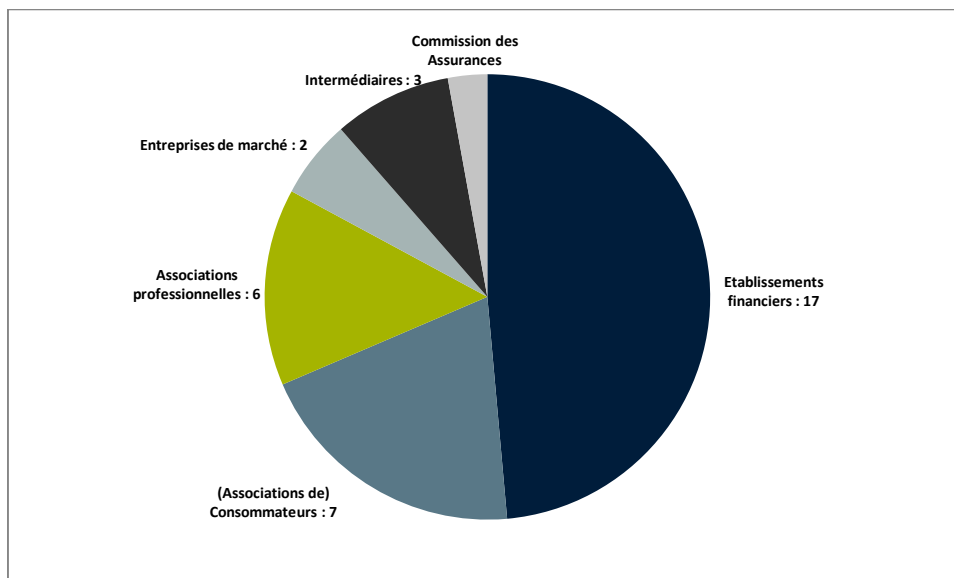
Consultation sur l'instauration d'un cadre réglementaire pour la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail

Feedback statement

1. Introduction

La FSMA a recueilli 36 réactions dans le cadre de la consultation sur l'instauration d'un cadre réglementaire pour la commercialisation de produits structurés auprès des investisseurs de détail qui a été tenue entre le 12 août 2011 et le 15 octobre 2011. Cette consultation a été tenue suite au lancement du moratoire sur la [commercialisation de produits structurés particulièrement complexes auprès des investisseurs de détail](#).

Ces réactions se répartissent comme suit :



La majorité (47 %) des réactions proviennent des établissements financiers (17)¹ et de leurs associations professionnelles (6)². 14 % des réactions émanent des consommateurs (7)³. La FSMA a également reçu 2 réactions de la part d'entreprises de marché⁴ et 3 réactions d'intermédiaires en

¹ ABN AMRO Private Banking, Argenta, Axa Bank Europe, Belfius Banque, Binck Bank, BNP Paribas Fortis, Commerzbank, Delta Lloyd Bank, Deutsche Bank, ING, KBC, Keytrade Bank, Morgan Stanley, Puilaetco Dewaay, Société Générale Corporate Investment Banking, Société Générale Private Banking et UBS Belgium.

² Association of International Life Offices (AILO), Assuralia, BEAMA, European Structured Investment Products Association (EUSIPA), Febelfin et Joint Associations Committee on Retail Structured Products.

³ ABVV/FGTB, ACLVB/CGSLB, ACV/CNC, CRIOC, Test-Achats, VFB et un investisseur de détail ayant réagi à titre individuel.

⁴ Börse Stuttgart et NYSE Euronext.

services bancaires et en services d'investissement et/ou intermédiaires d'assurances (ci-après "intermédiaires")⁵. La Commission des Assurances a elle aussi réagi.

La présente note reproduit le point de vue des acteurs qui ont répondu aux questions posées dans la note de consultation. En raison du nombre élevé de réponses reçues, la FSMA a choisi, dans un souci de lisibilité, de ne présenter que les lignes de force des réactions provenant, d'une part, des consommateurs et, d'autre part, des acteurs de l'industrie financière, et non chaque position individuelle s'en écartant.

2. Lignes de force des points de vue exprimés par les acteurs ayant participé à la consultation

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

- *considérez-vous que tous les produits structurés sont trop complexes pour pouvoir être commercialisés auprès des investisseurs de détail, ou acceptez-vous un élément de complexité jusqu'à un certain niveau et à certaines conditions, notamment en matière de transparence ?*

Une partie des **consommateurs** considèrent le moratoire comme une initiative utile qui permettra aux investisseurs d'opérer des choix plus avisés. Il ne faut toutefois pas en surestimer l'importance, dans la mesure où un nombre limité seulement de citoyens sont suffisamment intéressés par ou familiarisés avec les produits financiers pour pouvoir se forger eux-mêmes une opinion sur les risques et le rendement d'un produit. Néanmoins, les citoyens qui ne s'occupent jamais d'affaires financières et ne souhaitent pas le faire, doivent eux aussi pouvoir investir simplement et en toute sécurité. Le champ d'application du règlement doit dès lors être étendu à tous les produits d'investissement couramment offerts sur le marché. La FSMA a essentiellement pour tâche d'orienter l'investisseur de détail vers les produits d'investissement les plus appropriés et les plus sûrs, et de veiller à cet égard à ce que soit assurée la plus grande transparence possible, en matière de frais, de rendement et de sécurité. Cela peut passer par une standardisation poussée (par exemple, le classement des produits selon des paramètres comparables entre eux (risque, frais, liquidité, horizon de temps, ...)) et l'utilisation de labels, couleurs, etc.

Un acteur du côté des consommateurs ne trouve pas que les produits complexes doivent être ipso facto interdits, pour autant qu'un cadre offrant une protection suffisante aux investisseurs soit créé, respecté et contrôlé, tant sur le plan des produits qu'au niveau des règles de conduite.

Les acteurs de l'**industrie financière** souscrivent aux objectifs de cette initiative prise par la FSMA en vue d'accroître la transparence et le caractère compréhensible des produits. Ils soulignent la valeur ajoutée des produits structurés pour les consommateurs lorsqu'ils répondent à un besoin d'investissement. La complexité n'est pas en soi problématique pour autant qu'elle apporte une valeur ajoutée et qu'il y ait une transparence suffisante. Le consommateur choisit un produit financier non pas tant sur la base de la méthodologie appliquée ou de la technicité du produit, qu'en fonction de la valeur attendue à l'échéance finale et du risque. L'initiative de la FSMA devrait, pour le reste, s'inscrire dans la ligne de la réglementation européenne sur les produits et les règles de conduite.

- *pensez-vous qu'il conviendrait de prévoir un régime spécifique pour les produits structurés assortis d'une protection de capital et estimez-vous qu'une complexité plus importante est acceptable pour ce type de produits ?*

⁵ BZB, FVF-UPCA/BVVM-Feprabel et un intermédiaire ayant réagi à titre individuel.

Les **consommateurs** estiment qu'une complexité plus importante n'est pas acceptable pour les produits assortis d'une protection de capital. Un acteur insiste sur l'importance de mener une publicité équilibrée pour de tels produits.

Les acteurs de l'**industrie financière** défendent majoritairement l'idée soit d'exclure les produits assortis d'une protection de capital du champ d'application du moratoire, soit de soumettre ces produits à un régime moins strict. Quelques acteurs ne voient cependant aucune raison de réserver un traitement différent aux produits assortis d'une protection de capital.

- *le risque peut-il constituer un point de départ pour l'encadrement de la commercialisation de produits structurés ? Si oui, quelle distinction pourrait-on opérer à cet égard ? Y a-t-il des risques que vous estimez trop élevés pour l'investisseur de détail ?*

Les **consommateurs** sont d'avis que la complexité ne doit pas constituer le seul point de départ de la réglementation, mais que le risque doit l'être tout autant. La réglementation devrait orienter le consommateur vers les placements les moins risqués.

Pour les acteurs de l'**industrie financière**, le risque constitue le point de départ prédominant. Une classification uniforme des risques permettrait d'informer le consommateur de manière transparente et correcte. Selon certains acteurs, l'on associe parfois à tort risque et complexité.

- *étendriez-vous l'application du règlement à des produits qui ne sont pas structurés, mais qui sont soit risqués, soit complexes ?*

Certains représentants des **consommateurs** sont partisans d'une extension du champ d'application à tous les produits d'investissement ; un autre estime appropriée une extension à d'autres produits non structurés mais complexes, tels que les CPPI, les offres conjointes d'emprunt et d'investissement, les CFD, etc.

Les acteurs de l'**industrie financière** ne souhaitent pas que le champ d'application du règlement soit étendu à d'autres produits d'investissement.

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

Les **consommateurs** plaident en faveur d'une extension du champ d'application (voir la question n° 1). Certains estiment en outre que les personnes qui conseillent ou guident les investisseurs sans avoir elles-mêmes la qualité de distributeur, devraient elles aussi être soumises à des règles de conduite.

Des acteurs du côté de l'**industrie financière** ont formulé au sujet du champ d'application et des définitions proposées par la FSMA plusieurs remarques, dont celles-ci :

- produit structuré : une partie du secteur demande d'exclure du champ d'application les produits assortis d'une protection de capital ; plusieurs acteurs demandent d'ajouter la notion d'"échéance fixe" et de "composante épargne" ; selon certains distributeurs, les produits négociés en bourse, les produits non complexes au regard des règles MiFID et les instruments de couverture devraient également être exclus du champ d'application du règlement ;
- investisseur de détail : cette notion devrait être limitée au consommateur "personne physique" au sens de la loi du 6 avril 2010 relative aux pratiques du marché et à la protection du consommateur ;

- commercialisation : il est non seulement demandé de préciser le concept, mais également proposé de ne pas soumettre à la réglementation les placements privés, la gestion de fortune discrétionnaire, les transactions "execution only" et le marché secondaire ;
- *opt out* : outre la remarque précitée concernant les placements privés, quelques distributeurs demandent d'abaisser le montant fixé ou de permettre la prise en compte de l'ensemble du patrimoine mobilier des clients, indépendamment du ou des distributeurs auprès desquels ce patrimoine est placé.

Les intermédiaires qui ont participé à la consultation demandent que la précision figurant dans les FAQ - selon laquelle les intermédiaires qui adhèrent au moratoire s'engagent à ne commercialiser que les produits structurés émis ou distribués par des établissements ayant adhéré au moratoire - soit inscrite dans le règlement. Un représentant des intermédiaires demande d'étendre le régime d'*opt out* aux intermédiaires.

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

Une partie des **consommateurs** estiment que le règlement devrait également s'appliquer à ce type de produits. S'il s'avère que cela n'est pas réaliste, une autre option serait d'adopter des mesures visant à conscientiser les consommateurs quant à l'absence de mesures protectrices similaires en faveur du consommateur ordinaire. Un acteur plaide pour l'élaboration d'une solution au niveau européen, étant donné que ces produits sont généralement cotés en dehors de la Belgique. L'on pourrait en revanche prévoir pour ces produits un contrôle renforcé sur le respect des règles de conduite.

La majorité des acteurs de l'**industrie financière** ne sont pas favorables à l'idée d'inclure ces produits dans le champ d'application du règlement. Ils justifient leur position en arguant que ces produits ne constituent pas réellement une alternative pour les produits d'épargne (et ne répondent souvent pas à la définition de produit structuré) et qu'ils sont achetés par des investisseurs plus expérimentés, agissant de leur propre initiative. Ils ajoutent que les exigences de transparence et de liquidité liées à la cotation en bourse apportent une protection suffisante à l'investisseur.

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

Une partie des **consommateurs** plaident pour que la validation des produits ne constitue pas un processus purement interne, mais soit portée à la connaissance du client. Un acteur souligne également l'importance d'inclure dans ce processus l'évaluation du risque de crédit lié à la composante épargne, notamment dans le cas de fonds d'investissement. Il prône à cet égard davantage de transparence et de diversification. Le recours à des "collaterals" peut atténuer le risque de crédit, mais accroît la complexité et nuit également à la transparence.

Les acteurs de l'**industrie financière** reconnaissent la nécessité d'instaurer un processus de validation des produits et précisent que la plupart des distributeurs organisent déjà un tel processus. Les principales remarques formulées au sujet du processus proposé par la FSMA peuvent se résumer comme suit :

- il faut utiliser des critères suffisamment clairs ; est en particulier considéré comme trop vague le critère fondé sur l'existence d'un besoin précis des clients et d'alternatives similaires sur le marché ; il est proposé que les établissements n'effectuent des comparaisons qu'avec leur propre gamme de produits ; certains acteurs doutent en outre de l'utilité de ce critère,

dans la mesure où l'existence éventuelle d'alternatives ne peut constituer un obstacle au lancement d'un produit dans des conditions de marché sans cesse changeantes ;

- la quasi-totalité du secteur doute également de l'utilité d'inclure les probabilités de rendement dans le processus, soulignant que la ventilation des rendements selon un modèle déterminé n'est aucunement liée à une estimation subjective des attentes du marché et que chaque distributeur utilise ses propres méthodes, modèles et paramètres de marché ; l'industrie semble plutôt favorable à des scénarios hypothétiques uniformes (cf. le document d'informations clés pour l'investisseur ou KIID) ; certains estiment que l'on pourrait accorder davantage d'attention à la performance historique d'un produit ("backtesting") ;
- la justification des frais ne doit pas faire partie du processus ; chaque entreprise détermine sa propre politique commerciale ;
- l'organisation de la validation des produits relève de la compétence des organes compétents de l'entreprise et constitue un processus interne ;
- la publicité ne fait pas partie du processus ;
- le *senior management* ne doit être impliqué dans le processus que lors de la commercialisation d'un nouveau produit (notion à déterminer par l'entreprise) ; ce point de vue dépend de la taille et de la complexité de l'établissement financier.

Question n° 5 :

- *Quels sont les frais à communiquer en toute transparence et comment faire en sorte que ces frais soient calculés de manière uniforme ?*

Une partie des **consommateurs** préconisent une transparence poussée au niveau des frais, qui permette de faire des comparaisons (par exemple, communication d'un pourcentage global ; s'il n'est pas possible de le fournir, un avertissement pourrait être exigé).

Plusieurs acteurs de l'**industrie financière** opèrent une distinction entre les frais de distribution et de gestion, d'une part, et les frais de structuration, d'autre part :

- les frais de distribution et de gestion sont communiqués en toute transparence ; les acteurs susvisés sont partisans d'un mode de présentation uniforme, à l'image du document d'informations clés pour l'investisseur (KIID) ; certains acteurs plaident pour une présentation sous la forme d'un *total expense ratio* ;
 - les frais de structuration ne sont généralement pas connus (avec précision) au moment de la commercialisation, de sorte qu'il est tout au plus possible d'en donner une estimation : les frais exacts dépendent de la couverture qui a lieu au moment de l'émission effective ; l'on assiste parfois au regroupement de plusieurs opérations de couverture pour des émissions différentes, de sorte que les frais de structuration d'une émission spécifique ne peuvent être affectés en tant que tels ("mutualisation") ; la valeur ajoutée de cette information est mise en doute par certains distributeurs.
- *Estimez-vous judicieux de faire porter la transparence sur les composantes et la valeur attendue du produit ? Comment ces éléments peuvent-ils être communiqués de manière intelligible au consommateur ?*

Selon plusieurs acteurs du côté des **consommateurs**, la valeur attendue, le bénéfice potentiel et la perte potentielle doivent être clairement communiqués. En ce qui concerne la probabilité du rendement, un acteur perçoit différentes approches possibles :

- en cas de rendement minimal et maximal, mentionner la probabilité d'obtenir l'un ou l'autre

- mentionner le rendement le plus probable
- à défaut de rendement minimal/maximal, présenter les probabilités par comparaison avec un produit à revenu fixe de même durée.

Les acteurs du **secteur financier** sont majoritairement opposés à ce que la valeur des composantes du produit soit communiquée aux consommateurs. Ceux-ci n'ont aucun intérêt à savoir quelle technologie a été utilisée dans la construction du produit.

S'agissant de la transparence au niveau de la valeur attendue du produit, ces acteurs se montrent unanimement réticents : la ventilation des rendements est opérée selon un modèle purement mathématique, qui fixe le prix des options mais qui n'est en aucune façon lié à une estimation subjective des attentes du marché ; il existe en outre une multitude de méthodes, ce qui n'est pas propice à la comparabilité, et l'on peut craindre des risques en matière de responsabilité civile. Ces acteurs préconisent une présentation de la valeur attendue au moyen d'une analyse de scénario (cf. le KIID).

- *Quel est votre avis sur le fait de prévoir une classification des principaux risques qui soit uniforme pour le secteur ?*

Les **consommateurs** sont partisans d'une classification uniforme permettant la comparaison d'une manière standardisée.

Les acteurs de l'**industrie financière** sont favorables à l'idée de partir de l'indicateur de risque qui est déjà utilisé pour les OPC (*Synthetic Risk and Reward Indicator*). Certains distributeurs relèvent que le SRRI peut être adapté ou complété pour les risques qui n'y sont pas encore inclus (par exemple, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de complexité, ...). Les opinions sont partagées quant à savoir s'il convient de prévoir un indicateur de risque global unique ou, au contraire, instaurer des indicateurs différenciés par type de risque.

- *Que pensez-vous de la disposition du moratoire selon laquelle la dénomination du produit doit inclure le nom de l'émetteur ? Qu'en est-il, dans le cas d'un émetteur constitué sous la forme d'un special purpose vehicle, d'un OPC, etc., si le nom de cet émetteur ne fait pas référence à la contrepartie sur laquelle repose le risque de crédit réel ?*

Des acteurs du côté des **consommateurs** trouvent qu'il est indiqué, dans le cas évoqué ci-dessus, que le nom de la contrepartie apparaisse dans la dénomination du produit.

Les acteurs de l'**industrie financière** estiment de manière générale qu'il est suffisant que le nom de l'émetteur soit clairement mentionné dans les documents d'information ; faire figurer ce nom dans la dénomination du produit pourrait même, selon certains, être source de confusion. Plusieurs distributeurs trouvent que l'accent doit être mis davantage sur le garant que sur l'émetteur. Un acteur estime que le nom du distributeur peut être inclus dans la dénomination du produit si du "collateral" est fourni.

En ce qui concerne les OPC, le secteur admet que le nom de l'émetteur puisse être repris dans la dénomination du produit ; les exigences de diversification prévues par la réglementation permettent suffisamment à l'investisseur d'estimer le risque de crédit.

- *Y a-t-il d'autres aspects (en ce qui concerne, par exemple, le bien-fondé en termes de placement) sur lesquels devrait porter la transparence à assurer vis-à-vis du consommateur ? Trouvez-vous que la transparence apporte une solution adéquate à l'élément de complexité ?*

Les **consommateurs** estiment que la transparence n'apporte pas de solution adéquate pour les investisseurs ordinaires ; la complexité doit rester limitée et le produit doit être raisonnablement sûr

et fiable. La transparence n'est d'ailleurs pas le seul élément susceptible d'assurer une protection appropriée : la lisibilité et l'intelligibilité de l'information jouent également un rôle important.

La plupart des acteurs de l'**industrie financière** trouvent que la transparence apporte une solution adéquate à l'élément de complexité. Ils évoquent des initiatives existant dans le secteur, telles que la "fiche info financière" pour les produits d'assurance ou le KIID pour les OPC. Selon le secteur, il ne faut toutefois pas confondre "transparence" et "beaucoup d'informations" ; l'information fournie doit être utile pour le consommateur.

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

Les **consommateurs** soutiennent la position de la FSMA et estiment que la liste doit être considérée comme une liste non exhaustive et évolutive. Elle doit être complétée en partant de la position de l'investisseur le moins informé. Un acteur souligne que la valeur sous-jacente doit être d'autant plus accessible que le consommateur ne dispose pas d'informations précises sur la probabilité du rendement final et sur les frais. Dans ce cas, la simplicité du produit devrait être de nature à permettre au public cible d'estimer lui-même les risques ainsi que les probabilités de rendement.

Les acteurs du **secteur financier** sont, de manière générale, par principe d'accord avec le critère de l'accessibilité. Certains acteurs attachent moins d'importance au critère de l'accessibilité qu'à la question de savoir si le client comprend le produit.

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

Certains **consommateurs** trouvent que la FSMA pourrait mettre au point des modèles types prévoyant une répartition équilibrée et justifiée des valeurs sous-jacentes en fonction de l'objectif d'investissement poursuivi. Les paniers d'actions doivent être suffisamment observables ; l'investisseur ne doit pas être obligé de chercher lui-même l'information ; l'émetteur doit la reproduire. Selon un acteur, les indices maison sont souvent non transparents et non compréhensibles pour le consommateur, en particulier si des mécanismes supplémentaires sont ajoutés à l'indice "conventionnel".

En ce qui concerne les paniers d'actions, plusieurs acteurs du **secteur financier** estiment que la publication de la composition, du bien-fondé et de l'évolution du panier offre une transparence suffisante. L'exigence selon laquelle la composition du panier doit reposer sur des fondements économiques et être déterminée dans l'intérêt du client, est considérée, par certains acteurs, comme trop imprécise et susceptible d'engendrer un risque en matière de responsabilité civile. Certains acteurs se disent favorables à la suppression de l'exigence de diversification, dans la mesure où il s'agit d'un élément non pas de complexité mais de risque.

S'agissant des indices maison, plusieurs opinions sont exprimées, dont celles-ci :

- une part de subjectivité (apportée éventuellement par une tierce partie) peut être acceptée dans la gestion de l'indice maison, pour autant qu'elle aille dans l'intérêt du client ;
- les indices maison qui offrent des garanties suffisantes en matière de transparence, d'accès au marché et de frais, sont admissibles ;
- l'on pourrait reprendre le régime de l'"indice financier" prévu par la réglementation sur les fonds ou ne pas compter de mécanisme de calcul pour de tels "indices financiers" ;

- les indices maison constituent parfois une "boîte noire" et le régime des frais manque de clarté : des indices maison complexes doivent compter pour un mécanisme.

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

Les **consommateurs** sont en grande partie d'accord avec l'approche de la FSMA et trouvent que la liste ne doit pas être considérée comme exhaustive eu égard aux innovations permanentes sur le marché. Ils font également observer que certaines valeurs sous-jacentes ne doivent pas être considérées comme étant, en soi, inaccessibles, mais qu'elles pourraient être logées dans la classe de risque la plus élevée, et que les produits basés sur des événements de crédit ou des dérivés climatiques doivent faire partie des valeurs sous-jacentes inaccessibles. De manière générale, les consommateurs approuvent également le fait d'exclure les matières premières, tout en précisant qu'elles pourraient éventuellement être acceptées comme valeurs sous-jacentes de produits à moyen ou long terme pour une partie limitée du patrimoine. Un acteur est en revanche favorable au fait d'admettre des matières premières comme valeurs sous-jacentes.

Un grand nombre d'acteurs du **secteur financier** sont en principe opposés à toute forme de *product banning*, soulignent la liberté de principe du distributeur et du consommateur, et estiment suffisant de fournir au consommateur des informations claires et accessibles sur les valeurs sous-jacentes. Plus précisément :

- certains acteurs sont partisans de l'admission des matières premières (ou du moins d'indices de matières premières) et des métaux précieux comme valeurs sous-jacentes, en raison des avantages liés à la diversification et du fait que l'interdiction de telles valeurs en Belgique ne ferait que reporter cette problématique à l'étranger ;
- plusieurs acteurs trouvent que les *credit linked notes* et les *bond linked notes* ne sont pas trop complexes
- quelques acteurs proposent de considérer le VIX⁶ et les (indices de) matières premières pour l'agriculture et l'industrie comme non accessibles.

Plusieurs acteurs sont favorables à l'exclusion des actifs qui ne peuvent pas être commercialisés directement en Belgique, ainsi qu'à l'exclusion des *life settlements*.

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

Les **consommateurs** sont généralement d'accord avec le contenu donné par la FSMA à la notion de stratégie complexe ; ils plaident toutefois pour que la liste ne soit pas exhaustive et puisse être adaptée si nécessaire. Un acteur trouve les *reverse convertibles* acceptables pour autant que soit clairement indiquée la manière dont le principal peut être remboursé.

Les acteurs du **secteur financier** sont en grande partie en désaccord avec la vision de la FSMA concernant la stratégie complexe. Leur principale critique consiste à dire que cette vision repose sur une confusion entre risque et complexité et que la liste est arbitraire. Ce qui importe, c'est de savoir si le client comprend le produit et la stratégie, et si ceux-ci sont en adéquation avec son profil. Les exigences de transparence qui sont prévues sont suffisantes. Ces acteurs estiment que les stratégies visées (en particulier les *reverse convertibles* et les *autocallables*) répondent à un besoin des investisseurs et que l'approche proposée aurait pour effet de limiter la liberté de choix de ces

⁶ Indicateur de volatilité pour des options sur l'indice S&P 500.

derniers. Le pay-off asymétrique est précisément considéré comme caractéristique d'un grand nombre de produits structurés.

D'autres commentaires spécifiques sont également émis :

- *teasers* : il faut soit les admettre étant donné qu'un taux d'intérêt plus élevé au départ peut répondre à un besoin du client, soit limiter leur montant en fonction du taux appliqué à un produit de durée similaire ;
- impact disproportionné pour une modification mineure : pour certains acteurs, ce critère ne devrait pas jouer ou ne devrait jouer que pour les produits non assortis d'une protection de capital ; certains préconisent une appréciation opérée par modification mineure plutôt qu'une appréciation globale pour la durée totale du produit.

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

Les **consommateurs** soulignent le caractère évolutif du marché et, partant, celui de la notion de "stratégie complexe".

Les acteurs de l'**industrie financière** se prononcent de manière générale contre le fait d'interdire d'autres stratégies. Il suffit qu'une information adéquate soit fournie et que le produit soit en adéquation avec le profil du consommateur. Un distributeur considère comme beaucoup plus complexes les produits pour lesquels il n'est pas facile d'établir une relation précise entre la performance du sous-jacent et le pay-off (comme les CPPI, les options sur CPPI, la stratégie "volatility target" ou d'autres stratégies algorithmiques). Un autre acteur attire l'attention sur les produits pour lesquels la perte potentielle est plus élevée que la mise initiale.

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

Certains **consommateurs** trouvent qu'il s'agit d'une mesure positive pour endiguer la complexité. Un acteur souligne que le nombre de mécanismes n'est pas le seul élément qui compte : leur complexité joue tout autant. Pour un autre acteur, la complexité doit être appréciée d'une manière plus générale et c'est surtout l'estimation effective du caractère compréhensible, calculable et accessible qui est importante.

Les acteurs du **secteur financier** estiment pour une large part qu'il n'y a pas lieu de prévoir une limitation pour les produits structurés assortis d'une protection de capital ou que le nombre de mécanismes autorisés doit être relevé pour ces produits. Ils demandent également que la limite soit majorée pour les structures sans protection de capital, arguant du fait que lorsque les taux sont bas, il est nécessaire d'utiliser plus de trois mécanismes pour pouvoir construire un produit attractif. Un acteur trouve qu'il n'est pas justifié de réserver un traitement différent aux produits assortis d'une protection de capital. Certains plaident en outre pour une clarification des mécanismes ainsi que pour l'établissement d'une liste exhaustive.

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

Un représentant des **consommateurs** est opposé à cette exception car les mécanismes concernés ne sont jamais dans tous les cas favorables au client ; ils permettent par ailleurs souvent d'abaisser le prix de revient du produit, de sorte que l'on peut douter qu'ils soient réellement favorables au client.

Les acteurs du **secteur financier** défendent en grande partie l'idée de prévoir une exception pour les mécanismes favorables au consommateur. Ils plaident en outre pour une interprétation plus large des mécanismes favorables au client. Ils demandent également d'exclure les mécanismes "simples" (moyenne, somme,...).

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

Une partie importante des acteurs du **secteur financier** considèrent qu'une alternative peut résider dans une transparence accrue et une information plus compréhensible qui, conjuguées à une classification uniforme des risques, devraient réduire la complexité ou permettre un choix plus avisé du consommateur.

Les intermédiaires qui ont participé à la consultation estiment eux aussi que le caractère compréhensible des produits structurés doit constituer la norme et que les fiches d'information utilisées pour les produits d'assurance peuvent apporter une réponse adéquate.

Un représentant des **consommateurs** pense que tout effort visant à réduire la complexité est vain aussi longtemps que l'on n'admet pas qu'il n'est pas possible, lorsque les taux sont bas, de réaliser des rendements élevés si ce n'est en incorporant dans le produit des mécanismes complexes qui sont peu compréhensibles pour le client.

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

Les **consommateurs** sont d'accord avec les propositions formulées par la FSMA et trouvent que ces propositions sont également utiles pour des produits similaires.

Les acteurs de l'**industrie financière** adhèrent en grande partie à l'objectif poursuivi par les propositions de la FSMA et font état de pratiques qui, à l'heure actuelle, sont déjà appliquées par le secteur, soit volontairement, soit obligatoirement. Pour certains acteurs, les exigences applicables aux OPC pourraient servir d'exemple pour le secteur.

Ces acteurs demandent en particulier une plus grande clarté sur la "modification importante du profil de risque ou de la valeur du produit" qui donne lieu à une obligation d'information ; certains acteurs proposent en outre que le devoir d'information puisse être rencontré par une publication sur le site web.

Un acteur propose de publier périodiquement, par exemple tous les mois, la valeur de marché du produit, accompagnée éventuellement d'informations complémentaires (telles que la classe de risque, l'évolution de la valeur sous-jacente et la notation).

Enfin, l'idée de publier les résultats des produits structurés sur les 10 dernières années est unanimement rejetée et même considérée comme étant de nature à induire le consommateur en erreur parce que les rendements du passé ne peuvent constituer une garantie pour le futur.

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

Les **consommateurs** plaident à l'unanimité pour l'instauration de normes minimales applicables à tous les produits.

Une partie importante des **établissements financiers** ayant participé à la consultation est favorable à une standardisation du marché secondaire en termes de *bid/offer spreads*, de liquidité (transactions

d'achat et de vente) et/ou de frais, et ce dans des conditions de marché normales. Quelques acteurs relèvent l'existence de la règle de *best execution*. D'autres considèrent ici aussi que les exigences applicables aux OPC pourraient servir d'exemple pour le secteur.

Question n° 16 : si le produit structuré ne satisfait pas à la réglementation proposée, quelle approche préférez-vous et pourquoi ?

Une partie des **consommateurs** est favorable à une interdiction totale de commercialisation auprès des investisseurs de détail et à l'utilisation d'un label en cas de commercialisation auprès d'autres catégories d'investisseurs. D'autres acteurs représentant les consommateurs expriment également leur préférence pour une interdiction totale de commercialisation, mais trouvent que le choix final doit revenir au consommateur et plaident pour une labellisation claire.

Certains acteurs de l'**industrie financière** s'expriment en faveur d'une commercialisation libre, sans label, limitée éventuellement aux produits structurés assortis d'une protection de capital ; d'autres préconisent une commercialisation basée sur l'utilisation d'un label précisant que le produit n'est pas destiné aux investisseurs de détail, si ce produit ne répond pas aux exigences du règlement, ou encore une commercialisation auprès de certaines catégories d'investisseurs en fonction de leur patrimoine (cf. le régime d'*opt out* dont les règles doivent être suffisamment circonscrites, voir la réponse à la question n° 2) ou de leurs connaissances.

Question n° 17 :

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

Les **consommateurs** sont d'accord avec les propositions de la FSMA.

Une partie de l'**industrie financière** ne partage pas le point de vue de la FSMA et est opposée à la restriction de la liberté commerciale. Une fraction considérable de l'industrie est en revanche d'accord avec l'idée d'exiger le respect des exigences de transparence dans les supports publicitaires et de prévoir une standardisation minimale du contenu de la publicité, à condition toutefois que le "look & feel" propre au distributeur soit maintenu et que celui-ci ait la possibilité d'ajouter d'autres éléments dans sa publicité. En guise de modèle pour cette standardisation, ces acteurs citent souvent le KIID utilisé pour les OPC ou la "fiche info financière" utilisée pour les produits d'assurance.



Sur la base des résultats de la consultation et du contenu de l'accord gouvernemental, trois thèmes ont dans un premier temps été retenus pour faire l'objet d'un examen plus approfondi, à savoir

- la transparence de la valeur attendue de produits structurés comme alternative à la transparence des coûts de structuration ;
- l'extension de l'application de certains aspects du moratoire à d'autres produits financiers ;
- une étude de faisabilité d'un système de labeling des produits financiers.

