

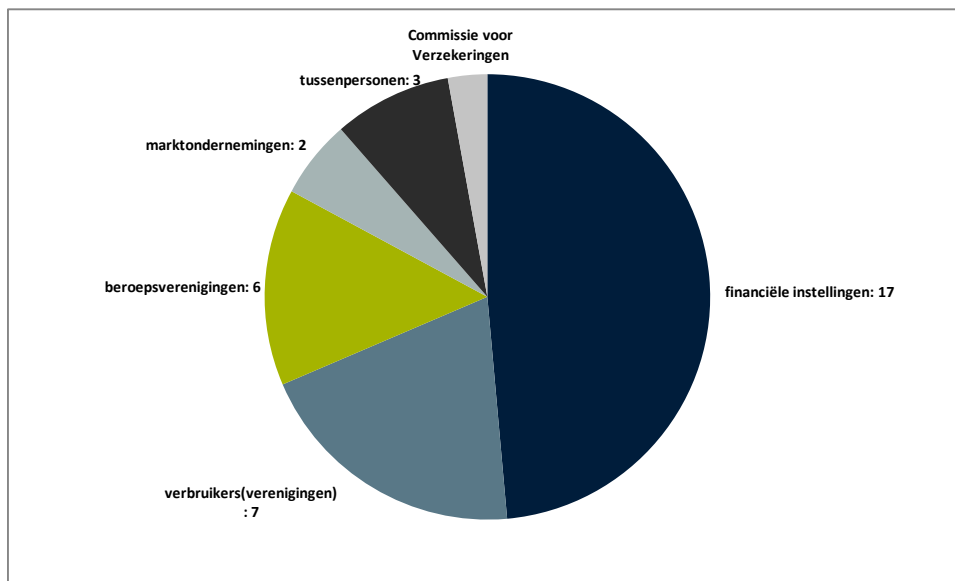
Consultatie over de invoering van een reglementair kader voor de commercialisering van gestructureerde producten bij retailbeleggers.

Feedback statement

1. Inleiding

De FSMA heeft 36 reacties ontvangen op de consultatie over de invoering van een reglementair kader voor de commercialisering van gestructureerde producten bij retailbeleggers, die werd gehouden tussen 12 augustus 2011 en 15 oktober 2011. Deze consultatie werd gehouden volgens de lancering van het [moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten bij retailbeleggers](#).

De reacties zijn als volgt verdeeld:



De meerderheid (47%) van de reacties is afkomstig vanuit de financiële instellingen (17)¹ en haar beroepsverenigingen (6)². 14% van de antwoorden komt van de verbruikers (7)³. Twee reacties werden ontvangen vanwege marktondernemingen⁴ en drie reacties van tussenpersonen in bank- en

¹ ABN AMRO Private Banking, Argenta, Axa Bank Europe, Belfius Bank, 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 en UBS Belgium.

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

³ ABVV/FGTB, ACLVB/CGSLB, ACV/CNC, OIVO, Test-Aankoop, VFB en een individuele retailbelegger.

⁴ Börse Stuttgart en NYSE Euronext.

beleggingsdiensten en verzekeringstussenpersonen (hierna "tussenpersonen")⁵. Verder heeft de Commissie voor Verzekeringen gereageerd.

In deze nota worden de standpunten weergegeven van de respondenten op de in de consultatie gestelde vragen. Omwille van de grote respons op de consultatie is er, ten behoeve van de leesbaarheid, voor geopteerd om enkel de hoofdlijnen van de reacties van enerzijds consumenten en anderzijds respondenten uit de financiële industrie weer te geven en niet elke afwijkende individuele positie.

2. Hoofdlijnen van de standpunten van de respondenten op de consultatie

Vraag 1: wat is uw mening over de doelstellingen van het reglement? Meer specifiek:

- *vindt u dat alle gestructureerde producten te complex zijn om bij retailbeleggers gecommmercialiseerd te kunnen worden of aanvaardt u complexiteit tot op zekere hoogte en onder welke voorwaarden, onder meer op het vlak van transparantie ?*

Het moratorium wordt door een deel van de **verbruikers** aanzien als een nuttig initiatief dat de belegger zal toelaten beter geïnformeerde keuzes te maken. Het belang mag echter niet overschat worden gezien slechts een beperkte groep van burgers voldoende geïnteresseerd of vertrouwd is met financiële producten om zelfstandig een oordeel te kunnen vormen over risico en rendement van een product. Nochtans moeten ook burgers die nooit bezig zijn met financiële zaken en er niet wensen mee bezig te zijn, op een eenvoudige wijze veilig kunnen beleggen. Het toepassingsgebied van het reglement moet dan ook uitgebreid worden tot alle beleggingsproducten die courant worden aangeboden. De FSMA heeft vooral als taak de retailbelegger naar de meest geschikte en veilige beleggingsproducten te loodsen en hierbij de hoogst mogelijke transparantie, qua kosten, rendement en veiligheid te verzekeren. Dit kan door een doorgedreven standaardisering (bijv. rangschikken van producten volgens parameters die onderling vergelijkbaar zijn (risico, kosten, liquiditeit, tijdshorizon...)) en het aanwenden van labels, kleuren...

Een respondent vindt niet dat complexe producten ipso facto moeten verboden worden, voor zover er een voldoende beleggersbeschermend kader wordt gecreëerd, gerespecteerd en gecontroleerd, zowel wat de producten als de gedragsregels betreft.

Respondenten uit de **financiële industrie** onderschrijven de doelstellingen van het initiatief om de transparantie en begrijpbaarheid te verhogen. Ze wijzen op de toegevoegde waarde van gestructureerde producten voor consumenten die aan een beleggingsbehoefte beantwoorden. Complexiteit is op zich niet problematisch voor zover de complexiteit toegevoegde waarde biedt en er voldoende transparantie wordt geboden. De beoordeling door een consument van een financieel product geschiedt vooral in functie van de verwachte waarde op eindvervaldag en het risico en minder op basis van de gehanteerde methodologie of techniciteit van het product. Het initiatief zou zich verder moeten inschrijven in de Europese product- en gedragsreglementering.

- *bent u van mening dat er een specifiek regime voor kapitaalbeschermde gestructureerde producten zou moeten zijn en vindt u dat meer complexiteit aanvaardbaar is voor dit soort producten?*

Verbruikers vinden meer complexiteit niet aanvaardbaar voor kapitaalbeschermde producten. Een respondent wijst op het belang van evenwichtige reclame voor kapitaalbeschermde producten.

⁵ BZB, FVF-UPCA/BVVM-Fepabel en een individuele tussenpersoon.

Respondenten uit de **financiële industrie** zijn grotendeels voorstander om kapitaalbeschermden producten hetzij buiten het toepassingsgebied te laten, hetzij aan een minder streng regime te onderwerpen. Enkele marktspelers zien echter geen reden om kapitaalbeschermden producten verschillend te behandelen.

- *kan risico een uitgangspunt zijn voor de omkadering van de commercialisering van gestructureerde producten en, zo ja, welk onderscheid kan daarbij worden gehanteerd; zijn er risico's die u te groot acht voor de retailbelegger ?*

De **verbruikers** menen dat niet alleen complexiteit maar ook risico een uitgangspunt moet zijn voor de reglementering. De reglementering zou de consument moeten loodsen naar beleggingen die het minste risico inhouden.

Voor respondenten uit de **financiële industrie** is risico het dominante aanknopingspunt. Via een uniforme risicoclassificatie kan de consument transparant en correct ingelicht worden. Volgens bepaalde spelers wordt er soms een onterechte koppeling gemaakt tussen risico en complexiteit.

- *zou u het reglement uitbreiden tot andere producten dan gestructureerde producten die hetzij risicovol, hetzij ingewikkeld zijn?*

Bepaalde **verbruikers** zijn voorstander van een uitbreiding van het toepassingsgebied tot alle beleggingsproducten ; een andere respondent acht een uitbreiding gepast tot andere complexe niet gestructureerde producten, zoals CPPI, gezamenlijk aanbod lening en investering, CFD's.

Respondenten uit de **financiële industrie** wensen het toepassingsgebied niet uit te breiden tot andere beleggingsproducten.

Vraag 2: bent u het eens met dit toepassingsgebied en de voorgestelde definities van gestructureerd product, commercialisering, distributeur en retailbelegger ? Zo niet, waarom niet?

De **verbruikers** zijn voor een breder toepassingsgebied (zie vraag 1). Volgens enkele respondenten zouden personen die beleggers adviseren of begeleiden zonder distributeur te zijn ook aan gedragsregels onderworpen moeten worden.

Respondenten die behoren tot de **financiële industrie** hebben verschillende bemerkingen gemaakt bij het toepassingsgebied en definities, waaronder:

- gestructureerd product: naast het verzoek van een deel van de sector om kapitaalbeschermden producten buiten het toepassingsgebied te laten, wordt dikwijls verzocht om de notie "vaste vervaldag" en het begrip spaarcomponent toe te voegen ; volgens bepaalde distributeurs zouden beursverhandelde producten, producten die volgens MiFID niet complex zijn en indekkingsinstrumenten, buiten het toepassingsgebied moeten vallen;
- retailbelegger: beperken tot de consument-natuurlijke persoon in de zin van de wet van 6 april 2010 betreffende marktpraktijken en consumentenbescherming;
- commercialisering: naast het verzoek om het concept te verduidelijken, wordt voorgesteld om private plaatsingen, discretionair vermogensbeheer, execution only transacties en de secundaire markt niet te onderwerpen aan de reglementering;
- opt out: naast bovenstaande bemerking i.v.m. private plaatsingen, verzoeken enkele distributeurs om het bedrag te verlagen of nog om rekening te kunnen houden met het volledige roerend vermogen van de klanten, bij welke distributeur ook geplaatst.

De tussenpersonen die hebben deelgenomen aan de consultatie verzoeken om de verduidelijking die in de FAQ is opgenomen - die erin bestaat dat tussenpersonen die het moratorium onderschrijven er

zich toe verbinden om enkel gestructureerde producten te verdelen uitgegeven of gecommmercialiseerd door instellingen die zijn toetreden tot het moratorium - in het reglement in te schrijven. Een vertegenwoordiger van tussenpersonen verzoekt om de opt out regeling ook uit te breiden tot tussenpersonen.

Vraag 3: moet het reglement worden uitgebreid tot gestructureerde producten die geen voorwerp hebben uitgemaakt van een primair aanbod en die enkel via een gereguleerde markt of een MTF kunnen worden verworven, of kan een verschillende aanpak verantwoord zijn? aan welke andere aanpak denkt u in laatstgenoemd geval ?

Een deel van de **verbruikers** vindt dat het reglement evenzeer van toepassing zou moeten zijn op dit soort producten. Indien dit onrealistisch zou zijn, kunnen maatregelen getroffen worden opdat de beleggers zich voldoende bewust zouden zijn van de afwezigheid van soortgelijke beschermende maatregelen ten gunste van de gewone verbruikers. Een respondent pleit voor een Europese oplossing gezien die producten doorgaans buiten België noteren. Wel zou voor die producten kunnen overgegaan worden tot een versterkte controle op de gedragsregels.

De meerderheid van de respondenten van de **financiële industrie** is geen voorstander om deze producten onder het toepassingsgebied te brengen. Motivering is dat deze producten geen werkelijk alternatief voor spaarproducten zijn (en dikwijls niet beantwoorden aan de definitie van gestructureerd product) en dat ze worden gekocht door meer ervaren beleggers op hun eigen initiatief. Bovendien houden de transparantievereisten en de liquiditeit verbonden aan de notering afdoende bescherming in voor de belegger.

Vraag 4: bent u het eens met de verschillende aspecten van de productkeuring ? zijn er andere aspecten die in het proces aan bod moeten komen ? of niet aan bod moeten komen ?

Een deel van de **verbruikers** pleit ervoor dat de productkeuring geen zuiver intern proces zou zijn maar beschikbaar zou gesteld worden van de klant. Tevens wordt door een respondent gewezen op het belang om de beoordeling van het kredietrisico verbonden aan de spaarcomponent mee in overweging te nemen in het proces, in het bijzonder voor wat de beleggingsfondsen betreft. Er wordt op dit vlak gepleit voor meer transparantie en meer diversificatie. Het gebruik van collateral kan het kredietrisico verminderen maar verhoogt de complexiteit en gaat ook ten koste van transparantie.

Respondenten uit de **financiële industrie** erkennen de noodzaak van een productkeuringsproces en geven aan dat de meeste distributeurs reeds zo'n proces organiseren. De belangrijkste bemerkingen die worden geformuleerd m.b.t. het voorgestelde proces zijn:

- nood aan voldoende duidelijke criteria; in het bijzonder wordt het criterium van de klantenbehoefte en de op de markt beschikbare alternatieven als te vaag beschouwd; er wordt voorgesteld om enkel te vergelijken met het eigen gamma; het nut van het criterium wordt bovendien betwijfeld gezien eventuele alternatieven geen beletsel kunnen zijn voor de lancering van een product in telkens wijzigende marktomstandigheden;
- het nut om de rendementskansen op te nemen in het proces wordt quasi unaniem betwijfeld omdat de modelmatige rendementsverdeling geen verband zou houden met subjectief ingeschatte marktverwachtingen en omdat elke distributeur zijn eigen methoden, modellen en marktparameters hanteert; de industrie lijkt eerder voorstander van uniforme hypothetische scenario's (cfr. KIID); sommigen zijn van mening dat meer aandacht kan gegeven worden aan de historische performantie van een product ("backtesting");
- de verantwoording van de kosten dient geen deel uit te maken van het proces; elke onderneming bepaalt haar eigen commerciële politiek;
- de organisatie van de productkeuring komt de bevoegde organen van de onderneming toe en is een intern bedrijfsproces;

- reclame maakt geen deel uit van het proces;
- senior management moet enkel betrokken worden bij commercialisering van een nieuw product (begrip te bepalen door de onderneming); dit standpunt is afhankelijk van de grootte en complexiteit van de financiële instelling.

Vraag 5:

- *Welke kosten moeten transparant zijn? Hoe kan ervoor gezorgd worden dat deze kosten op een uniforme wijze worden berekend?*

Een deel van de **verbruikers** is voor een verregaande kostentransparantie die onderling vergelijkbaar is (bijv. globaal percentage ; indien daaraan niet kan voldaan worden, zou een waarschuwing kunnen vereist worden).

Verschillende respondenten van de **financiële industrie** maken een onderscheid tussen distributie- en beheerskosten en structureringskosten:

- de distributie- en beheerskosten worden transparant meegedeeld ; ze zijn voorstander van een uniforme voorstellingswijze naar het voorbeeld van de KIID ; bepaalde spelers pleiten voor een voorstelling als *total expense ratio*;
 - de structureringskosten zijn meestal niet (exact) gekend zijn op het ogenblik van commercialisering zodat maximaal een schatting kan gegeven worden: de exacte kost hangt af van de dekking die plaatsvindt op het ogenblik van effectieve uitgifte; soms vindt er een pooling van diverse dekkingstransacties voor verschillende emissies plaats zodat de structureringskost van een specifieke uitgifte niet kan toegewezen worden ("mutualisering"); de toegevoegde waarde van deze informatie wordt door sommige distributeurs betwijfeld.
- *Acht u transparantie over de bouwstenen en de verwachtingswaarde van het product zinvol? Hoe kunnen deze elementen op een begrijpelijke wijze aan de consument worden meegedeeld?*

Voor wat de **verbruikers** betreft moeten verwachtingswaarde, potentiële winst en potentieel verlies voor meerdere respondenten duidelijk gemaakt worden. Een respondent ziet, voor wat de probabilliteit van het rendement betreft, verschillende benaderingen mogelijk:

- bij minimum en maximumrendement, vermelding van de kans daarop
- vermelding van het meest waarschijnlijke rendement
- bij gebrek aan minimum/maximumrendement kunnen de probabilliteiten voorgesteld worden in vergelijking met een vastrentend product met zelfde looptijd.

De respondenten uit de **financiële sector** zijn overwegend geen voorstander om de waarde van de bouwstenen van het product aan de consument mee te delen. De consument heeft geen boodschap aan de technologie die in de constructie wordt gebruikt.

Voor wat transparantie over de verwachtingswaarde van het product betreft zijn deze respondenten unaniem negatief: het betreft een zuiver mathematische modelmatige rendementsverdeling die de optieprijs bepaalt maar op geen enkele manier verband houdt met subjectief ingeschatte marktverwachtingen ; bovendien is er een veelheid van methodes wat de vergelijkbaarheid niet ten goede komt en wordt er gevreesd voor aansprakelijkheidsrisico's. Ze zijn voorstander van de voorstelling van de verwachtingswaarde door middel van scenario-analyse (cfr. KIID).

- *Wat is uw mening over de invoering van een classificatie van de belangrijkste risico's die uniform zou zijn voor de gehele sector?*

De **verbruikers** zijn voorstander van een eengemaakte classificatie die op gestandaardiseerde wijze de vergelijking toelaat.

Respondenten van de **financiële industrie** zijn voorstander om te vertrekken vanuit de risico-indicator die reeds bestaat voor ICB's (*Synthetic Risk and Reward Indicator*). Bepaalde distributeurs geven aan dat de SRRI aangepast dan wel aangevuld kan worden voor risico's die er nog niet zijn in opgenomen (bijv. kredietrisico - liquiditeitsrisico - complexiteitsrisico, ...). De meningen zijn verdeeld over de vraag of één globale risicoindicator aangewezen is dan wel verschillende indicatoren voor verschillende risico's.

- *Wat vindt u van de bepaling in het moratorium die stelt dat de naam van het product de naam van de uitgevende instelling moet bevatten? Wat als de emittent de vorm heeft van een special purpose vehicle, een ICB, enz., en zijn naam geen verwijzing bevat naar de naam van de tegenpartij waarop het werkelijke kredietrisico rust?*

Voor de respondenten van de kant van de **verbruikers** verdient het aanbeveling dat de naam van de tegenpartij in dat geval wordt opgenomen in de naam van het product.

Respondenten uit de **financiële industrie** achten het doorgaans voldoende dat de naam van de emittent in de informatiedocumenten duidelijk wordt vermeld ; opname in de productnaam zou volgens sommigen zelfs verwarrend kunnen werken. Bepaalde distributeurs vinden dat meer de nadruk op de garant moet gelegd worden dan op de emittent. Een respondent vindt dat de naam van de distributeur in de productnaam kan opgenomen worden indien collateral wordt verschaft.

Voor wat ICB's betreft wordt gesteld dat de naam van de emittent in de productnaam kan opgenomen worden ; de reglementair vastgestelde diversificatierichtlijnen laten de belegger voldoende toe om het kredietrisico in te schatten.

- *Zijn er nog andere aspecten (bv. beleggingsrationale) waarvoor transparantie naar de consument toe noodzakelijk is? Vindt u dat transparantie een voldoende antwoord kan zijn op complexiteit?*

De **verbruikers** menen dat transparantie voor gewone beleggers geen voldoende antwoord biedt ; de complexiteit moet beperkt blijven en het product moet redelijk veilig en betrouwbaar zijn. Bovendien zijn voor een adequate bescherming naast transparantie ook leesbaarheid en begrijpelijkheid van belang.

De meeste respondenten van de **financiële industrie** vinden transparantie een voldoende antwoord op complexiteit. Er wordt verwezen naar bestaande initiatieven in de sector zoals de financiële infofiche voor verzekeringsproducten of de KIID voor ICB's. Transparantie mag voor de sector echter niet gelijkgesteld worden met "veel informatie" ; de verstrekte informatie moet nuttig zijn voor de consument.

Vraag 6: gaat u akkoord met het principe dat de onderliggende waarde van het gestructureerde product voldoende observeerbaar moet zijn voor de retailbelegger, en met de invulling die het moratorium aan de toegankelijkheid geeft?

De **verbruikers** ondersteunen het standpunt van de FSMA en menen dat de lijst als niet exhaustief en als evolutief moet beschouwd worden. De invulling moet gebeuren vanuit het standpunt van de minst geïnformeerde belegger. Een respondent benadrukt dat de onderliggende waarde des te toegankelijk moet zijn indien de consument niet beschikt over duidelijke informatie over de waarschijnlijkheid van het uiteindelijke rendement en de kosten. In dat geval zou de eenvoud van het product dermate moeten zijn opdat het doelpubliek in staat zou zijn om de risico's en rendementskansen zelf in te schatten.

Respondenten uit de **financiële sector** zijn het doorgaans principieel eens met het criterium van de toegankelijkheid. Bepaalde spelers hechten minder belang aan het criterium van de toegankelijkheid maar eerder aan de vraag of de klant het product begrijpt.

Vraag 7: vindt u aandelenkorven, huisindexen of andere samengestelde onderliggende waarden voldoende transparant en, zo niet, welke vereisten zouden kunnen worden opgelegd om daaraan te verhelpen? wat vindt u van de invulling die daaraan in het moratorium is gegeven?

Bepaalde **verbruikers** stellen dat de FSMA standaardmodellen kan uittekenen die een evenwichtige en verantwoorde spreiding uitmaken in functie van het nagestreefde beleggingsobjectief. Aandelenkorven moeten voldoende observeerbaar zijn ; de belegger mag niet verplicht worden om zelf de informatie te moeten opzoeken ; de uitgevende instelling moet dit weergeven. Huisindexen worden volgens een respondent dikwijls niet transparant en niet begrijpelijk bevonden voor de consument, in het bijzonder indien bijkomende mechanismen aan de "conventionele" index worden toegevoegd.

Voor wat aandelenkorven betreft zijn verschillende respondenten van de **financiële sector** van mening dat publicatie van de samenstelling, haar rationale en de evolutie van de korf voldoende transparantie inhoudt. De vereiste dat de samenstelling op een economische grondslag en in het belang van de klant moet zijn geschied wordt door sommige spelers als te onduidelijk ervaren met aansprakelijkheidsrisico tot gevolg. Bepaalde spelers zijn voor de schrapping van de diversificatievereiste gezien dit geen element is van complexiteit maar van risico.

Voor wat huisindexen betreft worden verschillende meningen gegeven, waaronder:

- toelating van subjectiviteit (eventueel door een derde partij) in het beheer van de huisindex, in het belang van de klant;
- toelating van huisindexen die voldoende waarborgen bieden qua transparantie, markttoegang en kosten;
- overname van het regime van "financiële index" uit de fondsenreglementering of geen berekeningsmechanisme aanrekenen voor dergelijke "financiële indexen";
- huisindexen zijn soms een "black box" en het kostenregime is onduidelijk: complexe huisindexen moeten tellen als één mechanisme.

Vraag 8: bent u van oordeel dat bepaalde onderliggende waarden per se als ontoegankelijk moeten worden beschouwd voor retailbeleggers? zou u de opsomming daarvan in het moratorium veranderen? wat denkt u in het bijzonder over grondstoffen en edele metalen?

De **verbruikers** gaan grotendeels akkoord met de aanpak van de FSMA en vinden dat de lijst niet exhaustief mag zijn gelet op de innovatie in de markt. Verder wordt nog opgemerkt dat bepaalde onderliggende waarden niet per se als ontoegankelijk moeten beschouwd worden maar ondergebracht kunnen worden in de hoogste risicoklasse en dat producten gebaseerd op kredietgebeurtenissen of weerderivaten deel moeten uitmaken van de ontoegankelijke onderliggende waarden. De verbruikers gaan doorgaans ook akkoord met de uitsluiting van grondstoffen ; eventueel zouden ze als onderliggende waarde kunnen aanvaard worden voor producten op (middel)lange termijn voor een beperkt deel van het vermogen. Eén respondent is daarentegen voorstander om grondstoffen wel toe te laten als onderliggende waarde.

Een groot aantal respondenten actief in de **financiële sector** is principieel tegen elke vorm van *product banning*, wijst op de principiële vrijheid van distributeur en consument en meent dat het volstaat indien duidelijke en toegankelijke informatie over de onderliggende waarde aan de consument wordt verstrekt. Meer in het bijzonder:

- zijn bepaalde spelers vragende partij om grondstoffen (of soms minstens grondstoffenindexen) en edele metalen toe te laten als onderliggende waarde, omwille van diversificatievoordelen en de verplaatsing van de vraag naar het buitenland bij verbod in België;

- vinden bepaalde respondenten *credit linked notes* en *bond linked notes* niet te ingewikkeld
- wordt voorgesteld om de VIX⁶ en grondstoffen(indices) voor landbouw en industrie als niet toegankelijk te beschouwen.

Meerdere respondenten zijn voorstander om activa die niet rechtstreeks in België mogen worden gecommmercialiseerd en *life settlements* uit te sluiten.

Vraag 9: gaat u akkoord met de invulling die aan complexe strategie wordt gegeven in het moratorium?

De **verbruikers** gaan in het algemeen akkoord met de invulling die de FSMA aan complexe strategie heeft gegeven ; er wordt wel voor gepleit dat de lijst niet exhaustief zou zijn en kan aangepast worden indien nodig. Een respondent vindt *reverse convertibles* aanvaardbaar voor zover duidelijk wordt aangegeven hoe de hoofdsom kan worden terugbetaald.

Respondenten uit de **financiële sector** gaan grotendeels niet akkoord met de visie van de FSMA inzake complexe strategie. Voornaamste kritiek is dat risico wordt verward met complexiteit en dat de lijst arbitrair is. Van belang is of de klant het product en de strategie begrijpt en of het in zijn profiel past. De transparantievereisten die worden voorzien volstaan. Deze zijn van oordeel dat de geviseerde strategieën (in het bijzonder *reverse convertibles* en *autocallables*) beantwoorden aan een behoefte in hoofde van de beleggers en dat de keuzevrijheid door de huidige aanpak beperkt wordt. De asymmetrische pay-off wordt precies als kenmerkend gezien voor een groot aantal gestructureerde producten.

Verder nog volgende specifieke commentaren:

- *teasers*: hetzij toelaten aangezien een hogere rentevoet bij de start kan beantwoorden aan een behoefte bij het cliënteel; hetzij beperken qua hoogte in functie van de rente op een product met gelijkaardige looptijd ;
- disproportionele impact met minimale wijziging: voor bepaalde spelers zou dit criterium niet moeten spelen of enkel ingeval van producten zonder kapitaalbescherming ; sommigen zijn voorstander van een beoordeling per minimale wijziging in plaats van een globale beoordeling voor de volledige duurtijd van het volledige product.

Vraag 10: zijn er andere strategieën die u onaanvaardbaar vindt voor retailbeleggers ?

Van de kant van de **verbruikers** wordt gewezen op het evolutief karakter van de markt en dus ook op het evolutief karakter van "complexe strategie".

Respondenten uit de **financiële industrie** zijn doorgaans geen voorstander van een verbod van andere strategieën. Het volstaat dat adequate informatie wordt verstrekt en dat het product in het profiel van de consument past. Een distributeur beschouwt producten, waarbij niet eenvoudig een eenduidige relatie kan gemaakt worden tussen de prestatie van het onderliggende en de payoff (zoals CPPI, optie op CPPI, "volatility target" of andere algoritmische strategieën), als veel complexer. Een andere respondent wijst op producten waarbij het mogelijke verlies groter is dan de initiële inleg.

⁶ Volatiliteitsindicator op S&P 500-indexopties.

Vraag 11: vindt u dat het aantal mechanismen beperkt moet worden en, zo ja, ook voor kapitaalbeschermden producten ?

Bepaalde **verbruikers** vinden dit een positieve maatregel om de complexiteit in te dijken. Een respondent geeft aan dat niet alleen het aantal mechanismen telt, maar evenzeer de complexiteit van de mechanismen. Voor een andere respondent dient de complexiteit op een meer algemene wijze te worden beoordeeld en is vooral de feitelijke inschatting van de begrijpbaarheid, berekenbaarheid en toegankelijkheid van belang.

Respondenten uit de **financiële sector** zijn grotendeels de mening toegedaan dat er geen beperking moet zijn voor gestructureerde producten met kapitaalbescherming of dat een hogere limiet qua mechanismen moet toegestaan worden voor gestructureerde producten met kapitaalbescherming. Ook wordt verzocht om de limiet voor structuren zonder kapitaalbescherming op te trekken, omdat het bij een lage rentestand noodzakelijk is om meer dan drie mechanismen in te bouwen om een aantrekkelijk product te kunnen bouwen. Een respondent vindt een verschillende behandeling van producten met kapitaalbescherming niet gerechtvaardigd. Verder wordt gepleit voor een verduidelijking van de mechanismen alsook voor een exhaustieve lijst.

Vraag 12: Heeft het zin om in een uitzondering te voorzien voor bepaalde mechanismen in het voordeel van de consument, zelfs indien dit bijkomende complexiteit oplevert ?

Een vertegenwoordiger van **verbruikers** is gekant tegen de uitzondering gezien de betrokken mechanismen nooit in alle gevallen in het voordeel van de klant zijn ; bovendien laten ze doorgaans toe om de kostprijs van het product te verlagen zodat kan betwijfeld worden of ze wel in het voordeel van de klant zijn.

Respondenten uit de **financiële sector** zijn grotendeels voor de uitsluiting van mechanismen ten voordele van de consument. Ze pleiten voor een ruimere interpretatie van mechanismen in het voordeel van de klant. Verder wordt nog verzocht om "'eenvoudige" mechanismen (gemiddelde, som,...) uit te sluiten.

Vraag 13: ziet u werkbare alternatieven om de complexiteit van de formule te beperken of het begrip ervan te bevorderen ?

Een belangrijk deel van de respondenten uit de **financiële sector** ziet een alternatief in een verhoogde transparantie en meer begrijpelijke informatie, die in combinatie met een uniforme risicoclassificatie tot een lagere complexiteit of een beter geïnformeerde keuze door de consument zou moeten leiden.

Ook de tussenpersonen die hebben deelgenomen aan de consultatie zijn van mening dat de begrijpelijkheid van gestructureerde producten als norm moet gelden en dat de infofiches die voor verzekeringsproducten worden gebruikt een afdoende antwoord kunnen bieden.

Een vertegenwoordiger van **verbruikers** vindt elke inspanning om de complexiteit te verminderen tevergeefs, zolang niet wordt toegegeven dat het bij lage rentestand niet mogelijk is om te kunnen uitpakken met hoge rendementen, tenzij door complexe mechanismen in het product te introduceren die weinig begrijpelijk zijn voor de klant.

Vraag 14: wat is uw opinie over de voorgestelde opvolging na commercialisering ? zijn er andere aspecten die in dit kader van de nazorg zouden kunnen worden verwerkt ?

De **verbruikers** zijn het eens met de voorstellen geformuleerd door de FSMA en vinden de voorstellen tevens nuttig voor gelijkaardige producten.

Respondenten uit de **financiële industrie** kunnen zich grotendeels vinden in het doel van de voorstellen van de FSMA en wijzen op praktijken die op heden, hetzij vrijwillig, hetzij verplicht, door de sector reeds worden toegepast. Voor bepaalde respondenten kunnen de vereisten die gelden voor ICB's als voorbeeld dienen voor de sector.

Meer specifiek wordt om meer duidelijkheid verzocht over de "belangrijke wijziging van het risicoprofiel of de waarde van het product" die tot informatieplicht aanleiding geeft ; verder stellen bepaalde respondenten voor dat aan de informatieplicht zou kunnen voldaan worden door bekendmaking via website.

Een respondent stelt voor om periodiek, bijv. maandelijks, de marktwaarde van het product met en eventueel bijkomende informatie (zoals de risicoklasse, de evolutie van de onderliggende waarde en de rating) te publiceren.

Tot slot wordt de publicatie van de resultaten van gestructureerde producten van de voorbije 10 jaar unaniem negatief onthaald en zelfs als misleidend aanzien omdat rendementen uit het verleden geen garantie kunnen zijn voor de toekomst.

Vraag 15: bent u van oordeel dat er minimale standaarden moeten gelden voor de organisatie van de secundaire markt die van toepassing zijn op gestructureerde producten die bij retailbeleggers worden gecommmercialiseerd en, zo ja, aan welke standaarden denkt u meer bepaald ?

De **verbruikers** pleiten unaniem voor minimale standaarden voor alle producten.

De belangrijk deel van de respondenten onder de **financiële instellingen** is voor een standaardisering van de secundaire markt in termen van bid/offer spreads, liquiditeit (transacties aan aan- en verkoopzijde) en/of kosten en dit onder normale marktomstandigheden. Enkele partijen wijzen op de bestaande *best execution* regel. Opnieuw kunnen voor bepaalde respondenten de vereisten die gelden voor ICB's als voorbeeld dienen voor de sector.

Vraag 16: indien het gestructureerd product niet voldoet aan de gestelde reglementering, welke benadering draagt uw voorkeur weg en waarom ?

Een deel van de **verbruikers** is voor een totaal commercialiseringsverbod bij retailbeleggers en voor een label in geval van commercialisering aan andere categorieën van beleggers. Voor andere respondenten die verbruikers vertegenwoordigen verdient een totaal commercialiseringsverbod eveneens de voorkeur, maar zij vinden dat de uiteindelijke keuze bij de consument moet komen te liggen en zijn voorstander van een duidelijke labeling.

Binnen de **financiële industrie** zijn bepaalde respondenten voor een vrije commercialisering zonder label, desgevallend enkel voor gestructureerde producten met kapitaalbescherming ; andere zijn voor commercialisering met label dat het product niet bestemd is voor retailbeleggers indien het product niet aan de vereisten van het reglement beantwoordt of commercialisering aan bepaalde categorieën van beleggers in functie van vermogen (cfr. opt out regeling waarvan de regels voldoende welomlijnd moeten zijn, zie antwoord op vraag 2) of kennis.

Vraag 17:

- *deelt u het standpunt van FSMA dat de bijkomende transparantievereisten waarin het reglement kan voorzien, in de publiciteit moeten worden nageleefd ?*
- *denkt u dat de standaardisering van de inhoud van de publiciteit volgens een vast stramen en de beperking van de omvang van de publiciteit het begrip van de belegger kunnen bevorderen ?*

De **verbruikers** zijn het eens met de voorstellen van de FSMA.

Een deel van de **financiële industrie** gaat niet akkoord met het voorstel van de FSMA en is tegen de inperking van de commerciële vrijheid. Een aanzienlijk deel van de industrie is het principieel wel eens met het uitgangspunt om de vereisten in de publiciteit na te leven en met een minimale standaardisering waarbij de eigen "look & feel" van de distributeur overeind blijft en deze de mogelijkheid heeft om nog bijkomende elementen aan de publiciteit toe te voegen. Als model voor standaardisering wordt dikwijls verwezen naar de KIID voor ICB's of naar de financiële infofiche voor verzekeringsproducten.



Op basis van de resultaten van de consultatie en de inhoud van het regeerakkoord worden in eerste instantie drie thema's dieper onderzocht, met name:

- transparantie van het verwacht rendement van gestructureerde producten als alternatief voor de transparantie van de structureringskosten ;
- uitbreiding van bepaalde aspecten van het moratorium tot andere financiële producten ;
- studie naar de haalbaarheid van een labelingsysteem van financiële producten.

