

Het moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde financiële instrumenten

Reinhard Steennot
Hoofddocent UGent, Instituut Financieel Recht

1. Sedert 1 april 2011 werden de bevoegdheden van de FSMA op het vlak van de bescherming van de consument aanzienlijk versterkt. De belangrijkste verwezenlijking van de nieuwe FSMA op het vlak van de bescherming van de consument is tot nog toe zonder twijfel de lancering van het vrijwillige moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten¹. De doelstelling van het moratorium bestaat erin dat distributeurs er zich vrijwillig toe verbinden om niet langer over te gaan tot de aanbidding aan retailbeleggers van gestructureerde producten die als bijzonder ingewikkeld kunnen worden beschouwd².

Door middel van het moratorium streeft de FSMA naar meer transparantie en minder complexiteit. Meer transparantie (betreffende bijvoorbeeld de kosten, risico's en verwachtingswaarde van het product) is van belang omdat het de belegger toelaat om gestructureerde producten onderling te vergelijken en investeringsbeslissingen met kennis van zaken te nemen. Ook het verminderen van de complexiteit zou moeten bijdragen tot een beter begrip en een grotere vergelijkbaarheid van gestructureerde producten.

Het vrijwillige moratorium geldt enkel voor gestructureerde producten die na de inwerkingtreding van het moratorium (12 augustus 2011) werden gecommmercialiseerd en heeft geen enkele impact op de producten die voor de inwerkingtreding van het moratorium op de markt werden gebracht. Het moratorium zal van kracht blijven tot nieuwe en dwingende regels worden uitgevaardigd³ over de commercialisering van gestructureerde producten aan retailbeleggers (voorzien voor eind 2011). Het vrijwillige moratorium moet derhalve gezien worden als een eerste stap in een proces naar een eenvoudiger productaanbod. Doordat de commercialisering van te ingewikkelde producten ingevolge het uitvaardigen van een dwingend reglement naar alle waarschijnlijkheid zal worden verboden, wordt rechtstreeks ingegrepen in het productaanbod.

¹ Met dit moratorium gaat de FSMA in op de aanbeveling van de Bijzondere Commissie van het Belgisch Parlement, belast met het onderzoek naar de financiële crisis en bankcrisis.

² http://www.fsma.be/nl/Article/nipic/~media/Files/fsmafiles/press/2011/nipic/nl/moratorium_lijt.ashx.

³ Een reglement van de FSMA kan slechts uitwerking verkrijgen nadat hij bij K.B. is goedgekeurd (art. 64 Wet Financieel Toezicht). De rechtsgrond van een dwingend reglement vindt men in het reeds geciteerde artikel 49 §3 Wet Financieel Toezicht, dat aan het Directiecomité van de FSMA de bevoegdheid verleent om reglementen op te stellen die een verbod of beperkende voorwaarden bevatten voor de verhandeling van retailbeleggingsproducten, alsook reglementen op te stellen die de transparantie over de tarifiering en de administratiekosten van dergelijke producten bevorderen. In een consultatie peilt de FSMA naar de mening van de verschillende marktpartijen over de invoering van een reglementair kader voor de commercialisering van gestructureerde producten bij retailbeleggers. Op grond van de resultaten van de consultatie zal de tekst van het vrijwillige moratorium verder worden aangepast, om vervolgens aan de Raad van Toezicht en de Raad voor het Verbruik te worden voorgelegd.

2. Het vrijwillig moratorium betreft de commercialisering⁴ van gestructureerde producten door distributeurs aan retailbeleggers. De retailbelegger is de belegger die niet als een professionele cliënt in de zin van de Wet Financieel Toezicht kan worden beschouwd. Evenwel kan de distributeur er voor opteren om het moratorium niet toe passen voor retailbeleggers die *bij de distributeur* beschikken over deposito's en financiële instrumenten die op het moment van de commercialisering een roerend vermogen vormen dat groter is dan 500.000 euro⁵. De opt-out kan enkel gelden voor het deel van het vermogen dat 500.000 euro overschrijdt en doet uiteraard ook geen afbreuk aan de toepassing van de gedragsregelen die gelden bij de aanbidding van beleggingsdiensten (art. 27 Wet Financieel Toezicht)⁶.

Voor de toepassing van het moratorium is het irrelevant of de gestructureerde producten het voorwerp uitmaken van een primair of secundair aanbod. Vallen daarentegen buiten het moratorium, de gestructureerde producten die geen voorwerp hebben uitgemaakt van een primair aanbod en die enkel via een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit kunnen worden verworven (men kan hierbij bijvoorbeeld denken aan *warrants, turbo's, speeders of sprinters en trackers*).

3. Het moratorium betreft enkel *gestructureerde producten*. Een gestructureerd product is een beleggingsproduct dat een derivatencomponent omvat en waarvan de terugbetaling of de opbrengsten volgens een formule afhangen van de evolutie van één of meer onderliggende waarden. De vorm van het beleggingsproduct (verpakking) is geheel irrelevant voor de toepassing van het moratorium. Het kan gaan om een beleggingsinstrument, een recht van deelneming uitgegeven door een ICB, een deposito, maar ook over een verzekeringscontract. Het moratorium geldt dus ook voor verzekeringsproducten, dit in tegenstelling tot de gedragsregelen voor gereguleerde ondernemingen bij de aanbidding van beleggingsdiensten (art. 27 Wet Financieel Toezicht), die vooralsnog⁷ niet gelden voor verzekeringsondernemingen. De stap om verzekeringen, in de mate waarin zij als een gestructureerd product kunnen worden beschouwd, onder het moratorium te brengen kan worden toegejuicht, gelet op het feit dat zij dezelfde doelstellingen nastreven als andere beleggingsinstrumenten en door de belegger ook als een spaarproduct worden gepercipieerd.

⁴ Onder commercialisering wordt verstaan: het voorstellen van het product om de klant aan te zetten tot aanvaarding. Dergelijke voorstelling van een product kan geschieden in het kader van reclame, leurhandel, plaatsing, advies,...

⁵ De lijst van distributeurs die zijn toegetreden tot het moratorium maakt duidelijk dat bepaalde distributeurs wel, andere geen gebruik hebben gemaakt van de opt out. Zie : http://www.fsma.be/nl/Article/nipic/~media/Files/fsmafiles/press/2011/nipic/nl/moratorium_lijt.ashx

⁶ Wanneer een distributeur gekozen heeft voor deze opt-out, moet hij erover waken dat de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten enkel gericht wordt aan retailbeleggers wiens vermogen bij de distributeur 500.000 euro overschrijdt. Bovendien moet duidelijk op het marketingmateriaal en inschrijvingsformulier vermeld worden "dit gestructureerd product wordt gekwalificeerd als bijzonder ingewikkeld voor retailbeleggers in het licht van het moratorium van de FSMA op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten".

⁷ Artikel 28ter Wet Financieel Toezicht biedt de mogelijkheid de gedragsregelen tot verzekeringsondernemingen uit te breiden bij Koninklijk Besluit.

De volgende beleggingsproducten kunnen volgens de FSMA bijvoorbeeld als een gestructureerd product worden beschouwd: producten die geïndiceerd zijn op aandelenmandjes, producten waarvan de derivatencomponent indexgebonden is, *autocallables* en *reverse convertibles* op aandelen of indexen. Kunnen daarentegen bijvoorbeeld niet als een gestructureerd product worden beschouwd: aandelen, obligaties (al dan niet achtergesteld), converteerbare obligaties en obligaties met warrant, collectief beheerde producten waarvan de onderliggende portefeuille niet bestaat uit een combinatie van een derivatencomponent en een spaarcomponent, tak 21 verzekeringscontracten, termijnrekeningen voor zover het rendement niet afhangt van een onderliggende waarde, kasbons en vastgoedcertificaten.

4. Het verbod op de commercialisering van gestructureerde producten betreft enkel de producten die als *bijzonder ingewikkeld* kunnen worden beschouwd. Door de FSMA worden vier criteria vooropgesteld waaraan een product moet voldoen om niet als bijzonder ingewikkeld te worden beschouwd. Zodra een product niet voldoet aan één van deze voorwaarden is het bijzonder ingewikkeld en mag het niet gecommmercialiseerd worden aan retailbeleggers door een distributeur die is toegetreden tot het vrijwillige moratorium. Meer concreet, opdat het gestructureerde product niet bijzonder ingewikkeld zou zijn, 1) moet de onderliggende waarde toegankelijk zijn, 2) mag de strategie van de derivatencomponent niet te ingewikkeld zijn, 3) mag ook de berekeningsformule niet te ingewikkeld zijn en 4) moet er voldoende transparantie zijn over kosten, kredietrisico en marktwaarde.

5. Opdat de *onderliggende waarde als toegankelijk* zou kunnen worden beschouwd, is het noodzakelijk dat de retailbelegger de betrokken marktgegevens of de specifieke eigenschappen van de (combinatie van) de onderliggende waarden kan observeren via de gebruikelijke kanalen, zoals het Internet en de geschreven pers. Voorbeelden van *toegankelijke* onderliggende waarden zijn volgens de FSMA: beleggingsinstrumenten toegelaten tot een gereguleerde markt, of voor buiten de EU, tot een evenwaardige markt; effectenindexen die genieten van voldoende notoriëteit, track record en transparantie en die gelden als benchmark (vb. BEL20), ICB's die zijn ingeschreven op de lijsten met ingeschreven instellingen voor collectieve belegging naar Belgisch recht en compartimenten, en ingeschreven instellingen voor collectieve belegging naar buitenlands recht en, in voorkomend geval, compartimenten, of UCITS; rentevoeten, inflatie-index en de wisselkoers van een munt. Kunnen daarentegen *niet als voldoende toegankelijk* worden beschouwd: credit default swaps, grondstoffen(indexen) (met uitzondering van goud), kanscontracten zoals life settlements, beleggingsinstrumenten die niet toegelaten zijn tot een gereguleerde markt of voor buiten de EU tot een evenwaardige markt (met uitzondering van de reeds vermelde rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging) en activa die niet vatbaar zijn voor rechtstreekse commercialisering in België (vb. hedge funds). Ook een op maat gemaakte selectie van individuele aandelen (aandelenkorven) of een huisindex kan voor zover voldaan is aan een aantal cumulatieve voorwaarden als voldoende toegankelijk worden beschouwd. Vereist is dat de selectie of huisindex voldoende gediversifieerd is, de selectie of de huisindex samengesteld is op basis van een economische grondslag en in het belang van de cliënt⁸, bij de commercialisering in het marketingmateriaal informatie wordt verstrekt over de samenstelling en over de economische

⁸ De bedoeling hiervan is volgens de FSMA om meer transparantie te krijgen in het selectieproces en in de eventuele impact van de optimalisatie van de optie op de selectie.

grondslag voor de selectie en voor wat de huisindexen betreft, over de samenstelling, de beleggingspolitiek en de frequentie van herweging.

Distributeurs die toegetreden zijn tot het moratorium en die een gestructureerd product willen commercialiseren met een onderliggende waarde die niet voorkomt in de in de mededeling opgenomen opsommingen worden verzocht om vooraf de diensten van de FSMA te consulteren.

5. Het vereiste dat *de strategie niet te ingewikkeld* mag zijn opdat men gestructureerde producten zou mogen commercialiseren, steunt op de overweging dat de retailbelegger bij een te ingewikkelde strategie wellicht niet in staat is om in te schatten of het door hem gelopen risico correct wordt vergoed, zonder te worden misleid door een schijnbaar aantrekkelijke vergoeding. Meer concreet is een strategie volgens de FSMA te ingewikkeld:

- indien de commercialisatie geschiedt aan de hand van een *teaser* (wordt in het bijzonder als een *teaser* beschouwd: een vaste opbrengst die niet geldt gedurende de volledige looptijd van het product (met uitzondering van renteproducten⁹); vb. een vaste coupon die slechts het eerste jaar geldt).
- indien de belegger kapitaalverlies kan lijden ten gevolge van een daling van de onderliggende waarde zonder minstens in dezelfde mate te kunnen participeren in de stijging van de onderliggende waarde (vb. *reverse convertibles* waar het neerwaartse risico van de onderliggende waarde heel wat groter is dan de schijnbaar aantrekkelijke opbrengst);
- indien een minimale wijziging in de evolutie van de onderliggende waarde een disproportionele impact kan hebben op de terugbetaling van het kapitaal of op de betaling van de opbrengst (vb. strategie op basis van een digitale optie of barrieroptie), alsook
- indien het product wordt gecommmercialiseerd als een product met kapitaalbescherming terwijl de in het product ingebouwde kapitaalbescherming voorwaardelijk is (vb. kapitaalbescherming voor zover de Bel 20 gedurende de looptijd niet onder een bepaald aantal punten noteert).

6. De *berekeningsformule* wordt door de FSMA als *te ingewikkeld* beschouwd indien zij meer dan drie mechanismen bevat. In een dergelijk geval valt het immers te betwijfelen dat de retailbelegger nog in staat is om de formule van het product correct te begrijpen, in te schatten en de evolutie van het rendement op te volgen. In een bijlage bij de mededeling van de FSMA wordt een lijst gegeven van mechanismen die in aanmerking worden genomen voor de toepassing van dit criterium. Het uitgangspunt daarbij is rekening te houden met alle mechanismen die een berekening inhouden met betrekking tot de prestatie van de onderliggende waarde, met uitzondering van mechanismen die voorzien in een minimale opbrengst of die de volatiliteit van de onderliggende waarde beperken. Het mag niet verwonderen dat deze laatste mechanismen niet worden meegeteld aangezien dergelijke mechanismen in het belang van de belegger zijn.

7. *Transparantie* is een belangrijk element in de beoordeling van de commercialisering van gestructureerde producten, aangezien enkel transparantie er kan voor zorgen dat de belegger met kennis van zaken een investeringsbeslissing kan nemen en dat hij, indien hij dat wenst, de

⁹ De strategie van renteproducten met een vaste opbrengst gedurende ten minste de helft van de looptijd van het product wordt niet als te ingewikkeld beschouwd.

verschillende gestructureerde producten die op de markt beschikbaar zijn, met elkaar kan vergelijken. Daarom is het bijvoorbeeld noodzakelijk dat de belegger inzicht verwerft in de bouwstenen van het gestructureerde product en in de verwachtingswaarde ervan. Opdat de retailbelegger de kansen en het potentieel van het product zou kunnen afwegen tegen de kosten ervan moet hij natuurlijk ook duidelijk inzicht hebben in de totaliteit van de kosten die hij moet betalen. Meer concreet houdt het vereiste van de transparantie dan ook in dat de distributeur in het kader van de commercialisering in het marketingmateriaal transparant communiceert over alle kosten die inbegrepen zijn in de inschrijvingsprijs (vb. structureringskosten), alsook over alle kosten die aangerekend worden bovenop de inschrijvingsprijs. Er wordt aanbevolen de totaliteit van de kosten voor te stellen als het percentage van de inschrijvingsprijs dat overeenkomt met het verschil tussen enerzijds de inschrijvingsprijs en anderzijds de waarde van de spaarcomponent en derivatencomponent, dit ongeacht de verpakking van het product.

Ook de risico's moeten duidelijk zijn voor de retailbelegger, hetgeen impliceert dat deze hem in een verstaanbare taal worden geschetst. Ter bevordering van de transparantie over het kredietrisico wordt bijvoorbeeld bepaald dat niet is voldaan aan het vereiste van transparantie indien het product niet onder de naam van de emittent wordt gecommercialiseerd of indien de naam van het product een impliciete verwijzing bevat naar de distributeur. Na de commercialisering van het product moet minstens driemaandelijks de marktwaaarde van het product worden bekendgemaakt op de website van de distributeur. De distributeur moet de houders van het product ook informeren in geval van belangrijke wijziging van het risicoprofiel of van de waarde van het product (vb. ratingverlaging).